



جامعة بورسعيد



جامعة بورسعيد
كلية التجارة
قسم المحاسبة والمراجعة

دراسة إنتقادية لنماذج تقدير القيمة العادلة للأسهم بهدف ترشيد القرارات الإستثمارية فى ضوء ظاهرة التضخم

بحث مقدم من

محمد عبد الرضا كاكولى

٢٠١٨

١/١ المقدمة

تلعب الأسواق المالية دوراً مهماً في دفع عجلة النمو الإقتصادي، وذلك لدورها في تنويع مصادر التمويل والإستثمارات ، كما تعتبر القيم الحقيقية للأسهم من الأمور الهامة التي يتطلع إليها المتعاملون بالأوراق المالية ومديري المحافظ الإستثمارية لأنها تشمل جزءاً مهماً من العائد الذي يحصل عليه المتعامل على شكل أرباح رأسمالية والتي قد تأخذ إهتمام أكبر من التوزيعات الدورية للأسهم بسبب قيمتها التي تتجاوز في كثير من الأحيان قيم الأرباح الموزعة.(١)

كما أن الأسعار السوقية للأسهم كانت دوماً موضع إهتمام بسبب تأثيرها بعوامل كثيرة سواء إقتصادية عامة أو داخل الشركة أو من السوق المالي بحيث أن هذه العوامل تلعب دوراً كبيراً في تحديد الأسعار السوقية للأسهم والتنبؤ بها، بعض هذه العوامل يحدد بناءً على قرارات إدارية خاصة بالشركة وكفاءتها مثل الأرباح الموزعة والقيمة الدفترية التي تعتمد على حجم حقوق الملكية ومضاعف سعر السهم الذي يعتمد على القيمة السوقية للأسهم و نصيب السهم من الأرباح المحققة وبعضها الآخر يعتمد على عوامل العرض والطلب مثل معدل دوران السهم وبعضها يعتمد على العوامل الإقتصادية العامة مثل المخاطرة المنتظمة وأسعار الفائدة.(٢)

وبذلك تحظى المؤسسات المالية بإهتمام جميع الدول المتقدمة والنامية، كونها ضرورية لجمع الأموال وحشد الإذخارات وتوجيهها نحو الإستثمارات، ويمكن من خلال السوق المالي أن يبحث المقترضون عن مقرضين مناسبين ، وتُعد الأسهم العادية من أكثر الإستثمارات جاذبية وشيوعاً بين المستثمرين ، ومن مبررات شيوعها أنها تحقق عوائد مختلفة مما يجعلها تلائم مختلف إهتمامات وحاجات المستثمرين، وهذا ما يجعل حجم الإستثمار فيها كبيراً ، إلا أن درجة المخاطرة فيها مرتفعة مقارنة بباقي الإستثمارات، وكذلك للمعلومات المحاسبية دور هام وجوهري في تحديد أسعار الأسهم في السوق وإتخاذ القرارات الإستثمارية.(٣)

١- د. محمد بن سلمان العقيل، "تقويم نماذج تقدير رأس المال الضمني بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي"، مجلة البحوث المحاسبية ، المجلد الثاني عشر ، العدد الأول ٢٠١٣، ص ٢٢٠٩.

٢- د. شذى عبد الحسين جبر ، " إختبار النموذج المحاسبي لتقييم في تفسير القيمة الحقيقية للسهم - دراسة تطبيقية "، مجلة الإدارة والاقتصاد، السنة الخامسة والثلاثون، العدد واحد وتسعون.

٣- Olweny, Tobias, (2011), " 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.

٢/١ طبيعة المشكلة

تعتبر دراسة حركة أسعار الأسهم وتقلب أسعارها أمراً مهماً في عالم المال والإستثمار حيث تحاول العديد من الدراسات منذ القرن العشرين تحديد العوامل المؤثرة في سعر السهم ودراستها وتفسيرها بهدف الإستفادة منها في معرفة تأثيرها على قيمة السهم ، فالمستثمر يهتم بسعر السهم ، والذي على أساسه تتم عملية البيع أو الشراء ، وبالتالي فإن إيجاد القيمة الحقيقية (العادلة) لسعر السهم تمثل الركيزة الأساسية عند إتخاذ القرارات الإستثمارية وخاصة في ضوء ظاهرة التضخم.

كما أن أولويات المستثمر عند إتخاذ قرار الإستثمار تنحصر في تقييم أسعار الأسهم لمعرفة حجم الاختلاف بين القيمة الحقيقية للأسهم، والتي يتم تقديرها (قياسها) بإستخدام العديد من النماذج والتي من أهمها (نموذج والتر ، نموذج مضاعف الربحية ، نموذج أهلسون ، نموذج ليرنز و كارلتون ، نموذج التأكد المعادل).

وبذلك تتمثل طبيعة مشكلة البحث في أنه نتيجة لعدم الإستقرار الذى يسود بيئة الأعمال الحالية وخاصة في ضوء ظاهرة التضخم وعلى الرغم من الجهود والمحاولات المبذولة للتوصل إلى القيمة الحقيقية (العادلة) للأسهم، إلا أنه يشوبها العديد من نواحي القصور والنقد، حيث أن النماذج الحالية المستخدمة لم تستطيع تحديد أسعار الأسهم بشكل علمي ، حيث كانت بعض القيم المتنبئ بها بالسالب وهذا غير واقعي من الناحيتين العلمية والعملية ، كما أن تلك النماذج غير صالحة للتنبؤ بها من الناحية الإحصائية وهذا يرجع لضعف القدرة التفسيرية لتلك النماذج وخاصة في ضوء ظاهرة التضخم الحالية.

ويحاول الباحث حل هذه المشكلة من خلال إقتراح نموذج محاسبي لتقدير القيمة العادلة لأسهم الشركات بالإعتماد على إضافة مجموعة من المتغيرات مثل (الأرباح الموزعة على الأسهم العادية (DPS) ، مضاعف سعر السهم (PER) ، القيمة الدفترية للسهم (Book value)، أسعار الفائدة ، معدل دوران السهم (turnover ratio) ، الضرائب ، وذلك لعلاج القصور والمشكلات التى تواجه النماذج الحالية بهدف التوصل إلى القيمة الحقيقية (العادلة) للأسهم ، مما يؤدي إلى الدقة فى تقييم البدائل الإستثمارية المتاحة وترشيد القرارات الإستثمارية.

٣/١ أهمية البحث

تتمثل أهمية البحث في كونه محاولة علمية للوصول إلى تقدير القيمة العادلة للأسهم، والتي تستحوذ على إهتمام المستثمرين ، حيث يساهم البحث في تقديم بعض الإجهادات العلمية في منطقة بحثية هامة نتيجة لعدم الإستقرار الذى يسود بيئة الأعمال الحالية وخاصة في ضوء ظاهرة التضخم.

حيث يساهم البحث في معالجة أوجه القصور فى النماذج المستخدمة حالياً فى تحديد أسعار أسهم الشركات وخاصة فى ضوء عدم الإستقرار الذى يسود بيئة الأعمال الحالية فى ضوء ظاهرة التضخم ، وتقييم بدائل الإستثمار فى أسواق المال ، حيث تؤدي إلى زيادة الإستثمارات وتنمية الإقتصاد القومى.

٤/١ أهداف البحث

فى ضوء طبيعة البحث وأهميته يتمثل الهدف الرئيسى فى إقتراح نموذج محاسبى لتقدير القيمة العادلة لأسهم الشركات بهدف تقييم البدائل الإستثمارية المتاحة تمكن الإدارة من إتخاذ القرارات الإستثمارية فى ضوء ظاهرة عدم الإستقرار والتضخم الذى تسود بيئة الأعمال الحالية ويتفرع من الهدف الرئيسى أهداف فرعية وذلك على النحو التالى :

١. دراسة إنتقادية النماذج تحديد أسعار الأسهم المستخدمة حالياً.
٢. تبيان عناصر النموذج المحاسبى المقترح بشقيه الفكرى والتطبيقى لتقدير القيمة العادلة لأسهم الشركات ، ومعالجة أوجه القصور فى النماذج المستخدمة حالياً.
٣. تطبيق النموذج المحاسبى المقترح لتقدير القيمة العادلة لأسهم الشركات على بعض الشركات العاملة ببورصة الكويت للأوراق المالية ، لتبيان الأثر الإيجابى من هذا النموذج وتحقيق تقييم دقيق وفعال للبدائل الإستثمارية المتاحة بهذه الشركات وخاصة فى ضوء ظاهرة التضخم ، والوقوف على مدى قبول الواقع العملى لتطبيقه.

٥/١ مجتمع الدراسة

يقوم الباحث بتدعيم نتائج الدراسة النظرية ، بدراسة ميدانية من خلال إعداد إستمارة إستقصاء يتم توزيعها على عينه من المختصين العاملين بالشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية بدولة الكويت.

٦/١ مفاهيم عنوان البحث

نموذج محاسبي مقترح : (١)

" هو مجموعة من العلاقات المنطقية الكمية والنوعية التي تربط الظواهر ذات الصلة بمشكلة ما ، حيث يتم بناء النموذج بواسطة معادلات تضم مجموعة من المتغيرات بحث تشمل كل جوانب المشكلة ، وذلك من خلال استخدام نموذج الانحدار المتعدد في تقدير القيمة العادلة للأسهم وتقدم الحل الأمثل لعلاجها "

القيمة العادلة للأسهم : (٢)

" هي المبلغ الذي يؤخذ بالاعتبار والذي سيتم الاتفاق عليه في صفقة تجارية بين الأطراف الراغبة والواسعة الاطلاع وبدون إكراه أو إجبار ، وهذا يعني أن الصفقة ليست جبرية "

ترشيد القرارات الإستثمارية : (٣)

" هي تعظيم إنجاز الأهداف الإستثمارية للمنظمات في ضوء المستجدات البيئية التي تحيط باتخاذ القرار الإستثماري ، ولا يقتصر الأمر على ذلك بل يمتد إلى كيف نذهب لصنع قراراتنا لغرض تحقيق هذه الأهداف "

٧/١ حدود البحث

- في ضوء طبيعة البحث وأهميته وأهدافه ومفاهيم عنوانه فإن حدوده تتمثل في الآتي:
- تقتصر الدراسة بالبحث في أثر تطبيق النموذج المقترح على تحقيق تقدير دقيق وحقيقي لأسعار الأسهم يؤدي لإتخاذ القرار الإستثماري الرشيد وخاصة في ضوء ظاهرة التضخم ، ولن يتعرض الباحث لتقدير الأصول المالية الأخرى للشركات.
 - تقتصر الدراسة الميدانية على بعض شركات المسجلة والعاملة بسوق الأوراق المالية الكويتي ، ولن يتعرض الباحث لتطبيق النموذج المقترح على الشركات التجارية أو الصناعية أو الخدمية الأخرى.

(١) - Howard G , ' Quantitative Modeis In The Adminstrative Decision Making " , Working Paper, 2006, Pp 211;218.

Available at : [https:// www.Site.iugaza.eud.ps](https://www.Site.iugaza.eud.ps).

(٢) - Catherine Tremblay, Richard M. Wise ,Fair Value of an Entity's Property, Plant and Equipment for First-Time Adoption of Accounting Standards for Private Enterprises - A Business Valuator's Perspective, MAY 2014, p: 02.

(٣) - D.Hellriegel & J. W.Slocum, Organizational behavior (13th ed.). Mason, OH: SouthWestern. Henslin, J. M. free pdf ebook (2011). Available at : [https:// www.sllogdevelworker.temera.it/organizational_behavior_slocum_hellrieg..](https://www.sllogdevelworker.temera.it/organizational_behavior_slocum_hellrieg..)

٨/١ فروض البحث

فى ضوء طبيعة البحث وأهميته وأهدافه ومفاهيمه فإن إفتراضاته تتمثل فى الأتى:

- (الإفتراض الأول العدمى) :

" لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نماذج تحديد أسعار الأسهم المستخدمة حالياً وتحقيق الدقة فى تقدير القيمة الحقيقية (العادلة) للأسهم ".
- الإفتراض البديل الأول :

" توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نماذج تحديد أسعار الأسهم المستخدمة حالياً وتحقيق الدقة فى تقدير القيمة الحقيقية (العادلة) للأسهم ".
- (الإفتراض الثانى العدمى) :

" لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عناصر النموذج المحاسبى المقترح من خلال إضافة مجموعة من المتغيرات المتطورة ، ومعالجة أوجه القصور فى نماذج تحديد أسعار الأسهم المستخدمة حالياً ".
- الإفتراض البديل الثانى :

" توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عناصر النموذج المحاسبى المقترح من خلال إضافة مجموعة من المتغيرات المتطورة ، ومعالجة أوجه القصور فى نماذج تحديد أسعار الأسهم المستخدمة حالياً ".
- (الإفتراض الثالث العدمى) :

" لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند تطبيق النموذج المحاسبى المقترح وتحقيق تقدير دقيق وحقيقى لأسعار الأسهم يؤدي لإتخاذ القرار الإستثمارى الرشيد وخاصة فى ضوء ظاهرة التضخم ".
- الإفتراض البديل الثالث :

" توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند تطبيق النموذج المحاسبى المقترح وتحقيق تقدير دقيق وحقيقى لأسعار الأسهم يؤدي لإتخاذ القرار الإستثمارى الرشيد وخاصة فى ضوء ظاهرة التضخم ".
٩/١ منهج البحث

فى ضوء طبيعة البحث وأهميته وأهدافه ومفاهيم عنوانه وحدوده فإن المنهج العلمى المستخدم يرتكز على الأتى :

١ . المنهج الإستقرائى بالإعتماد على الكتب والدوريات والمجلات العلمية والمقالات العربية والأجنبية والبحوث العلمية المنشوره بالإضافة الى شبكة المعلومات الدولية.

٢ . المنهج الإستنباطى عند إجراء دراسته الميدانية المعتمده على الإستقصاء الميدانى فى صياغة أسئلة الإستبيان حول مقدرة النموذج المقترح على تقدير القيمة العادلة لأسهم الشركات العاملة بسوق الأوراق المالىة الكويتى.

١٠/١ الدراسات السابقة
أولاً : الدراسات العربية :

م	التاريخ	الإسم	عنوان الدراسة	ما توصلت إليه
١	٢٠١٠	عماد عبد الحسين دلؤل	تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الإستثمارية الكفوءة باستخدام (نموذج التأكّد المعادل) دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.	تناولت الدراسة تحليل وتقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الإستثمارية الكفوءة باستخدام (نموذج التأكّد المعادل) دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. وهدفت الدراسة إلى تحديد القيمة الحقيقية للأسهم بناءً على نموذج التأكّد المعادل وتكوين محفظة الإستثمار بناءً على قدرة النموذج في تحديد الأسهم المقدرّة بأقل منقيمتها الحقيقية ، مستخدماً بيانات خمسة عشر شركة من الشركات المدرجة بسوق العراق للأوراق المالية خلال فترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧). وتوصلت الدراسة إلى أن هناك ثلاثة شركات مقيمة بسعر أقل مما يجب ، مما يجعلها مغرية للشراء ، حيث بلغ متوسط عائد المحفظة الإستثمارية لتلك الشركات نسبة (63%) . وأوصت الدراسة باستخدام نموذج التأكّد المعادل لأغراض تقييم الإستثمارات في الأسهم العادية، وذلك لإختيار الأفضل منها في بناء المحفظة الإستثمارية الملائمة لتفضيلات المستثمر من حيث العائد والمخاطرة.
٢	٢٠١٢	شذى عبد الحسين جبر	إختبار النموذج المحاسبي للتقييم في تفسير القيمة الحقيقية للأسهم - دراسة تطبيقية	تناولت الدراسة إختبار النموذج المحاسبي للتقييم في تفسير القيمة الحقيقية للأسهم . وهدفت الدراسة إلى إختبار نموذج التقييم المحاسبي لغرض تفسير القيمة الحقيقية للسهم ومقارنته مع نموذج النقد المعادل للسهم (النموذج التقليدي) ومن مقارنة نتائج النموذجين مع القيمة السوقية للسهم ، وقد تم تطبيق النموذجين على عينة مكونة من ستة عشر مصرفاً من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفتره من (٢٠٠٤ - ٢٠٠٧) ، مستخدماً البيانات الشهرية في حساب أسعار الأسهم ، ونموذج الإنحدار البسيط لتحقيق أهداف الدراسة . وتوصلت الدراسة إلى أن نموذج التقييم المحاسبي أفضل من النموذج التقليدي في تفسير الفروقات في أسعار الأسهم ، حيث بلغت القدرة التفسيرية للنموذجين على التوالي (0.659) و (0.379) . وأوصت الدراسة بضرورة استخدام نموذج التقييم المحاسبي في تقييم الأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، حيث أنه أكثر قوة في تفسير الإختلافات في أسعار الأسهم ، وإلى ضرورة اعتماد مؤشرات القيمة الحقيقية للأسهم والمحسوبه وفقاً لنموذج التقييم المحاسبي لأنه يأخذ بالحسبان متغيرات لا يأخذها النموذج التقليدي ، فضلاً عن أنه يأخذ معدل العائد المطموب من قبل المستثمر بعين الاعتبار، وكذلك ضرورة تطوير نماذج أخرى لتقدير القيم الحقيقية للأسهم.

م	التاريخ	الإسم	عنوان الدراسة	ما توصلت إليه
٣	٢٠١٤	حسن مشرفي ، أيمن الشهاب	إختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية.	<p>تناولت الدراسة إختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية، وقام الباحث باستخدام العوائد الإضافية الشهرية لثمانية شركات مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠١٠ - ٢٠١٣) ، وكذلك العائد الإضافي لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية لنفس الفترة من أجل اختبار النموذج.</p> <p>وتوصلت الدراسة إلى أنه توجد علاقة ذات دلالة ما بين تقلبات عائد السوق وبين تقلبات العوائد الإضافية لأسهم معظم شركات العينة ، كما أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية غير صالح للاستخدام في سوق دمشق للأوراق المالي بسبب عدم نجاح الاختبار الإحصائي لأن ثابت معادلة خط سوق الأوراق المالية لا يساوي الصفر، ولأن ميل خط سوق الأوراق المالية لا يساوي متوسط العائد الإضافي لشركات العينة.</p> <p>وأوصت الدراسة بضرورة متابعة الدراسات للوصول للنموذج المناسب لتسعير الأصول ، وذلك بالتطبيق على عينة أكبر من الشركات مما يمكن من تجنب أثر المخاطر غير المنتظمة لكل شركة على حدا من خلال تكوين محافظ متنوعة ، كما أوصت باختبار نماذج أخرى لتسعير الأصول تعتمد عوامل متعددة ، كنظرية تسعير المراجعة (Arbitrage Pricing Theory)، ونموذج فاما (Fama) متعدد العوامل.</p>
٤	٢٠١٦	فؤاد عبد الحميد	إختبار قدرة نموذجي والتر والتأكد المعادل في تحديد أسعار الأسهم الحقيقية في بورصة فلسطين.	<p>تناولت الدراسة إختبار قدرة نموذجي والتر والتأكد المعادل في تحديد أسعار الأسهم الحقيقية في بورصة فلسطين.</p> <p>وهدفت الدراسة إلى التعرف على القدرة التفسيرية لنموذجي والتر والتأكد المعادل في تحديد أسعار الأسهم، وكذلك بيان أفضل نموذج والأكثر ملائمة لبورصة فلسطين، واشتملت عينة الدراسة على (٢٨) شركة، وتم استخدام الأسلوب المالي لتحديد أسهم الشركات المسعرة بأقل مما يجب وأكثر مما يجب، وكذلك الأسلوب الإحصائي لتحديد القدرة التفسيرية والتي تم احتسابها من خلال معامل الارتباط البسيط لكلا النموذجين.</p> <p>وتوصلت الدراسة إلى نتائج أهمها أن كلا النموذجين لم يستطيعا تحديد أسعار الأسهم بشكل علمي، حيث كانت بعض القيم المتنبئ بها بالسالب، وهذا غير واقعي من الناحيتين العلمية والعملية، كما واتضح أن نموذجي والتر والتأكد المعادل غير صالحين للتنبؤ بهما من الناحية الإحصائية، وهذا يرجع لضعف القدرة التفسيرية للنموذجين.</p> <p>وأوصت الدراسة بضرورة مواصلة الدراسات لتقديم نموذج محاسبي قائم على أساس المعلومات المحاسبية بشكل مباشر ، ومحاولة تطوير النماذج الحالية وإختبار صلاحيتها وتطبيقهما على بورصات وأسواق مالية في بيئات أخرى مختلفة.</p>

ثانيا : الدراسات الأجنبية :-

م	التاريخ	الإسم	عنوان الدراسة	ما توصلت إليه
١	٢٠١١	Prior, Diego, Josep Rialp.	التطبيق العملي لنموذج أهلسون في تحديد سعر الأسهم في الأسواق المالية لأمريكا اللاتينية.	<p>تناولت الدراسة عرض وتحليل التطبيق العملي لنموذج أهلسون في تحديد سعر الأسهم ، وذلك من خلال التطبيق على بعض الشركات المدرجة في الأسواق المالية لأمريكا اللاتينية.</p> <p>كما هدفت الدراسة إلى التعرف على قدرة نموذج أهلسون في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة بالأسواق المالية لدول أمريكا اللاتينية خلال الفترة (٢٠٠٢ : ٢٠٠٩) ، وقد شملت عينة الدراسة (١١١٢) شركة ، وقد تم استخدام أسلوب الانحدار.</p> <p>وتوصلت الدراسة إلى أن نموذج أهلسون يستطيع تحديد أسعار الأسهم في كل من بارمودا وتشيك وكولومبيا ، كما أنه لا يستطيع تحديد أسعار الأسهم في كلا من الأرجنتين وفينزويلا ، حيث بلغت القدرة التفسيرية للنموذج $R^2 (0.693)$ ، في حين كانت تتراوح تلك القدرة ما بين $(0.01 - 0.806)$ عبر الدول المذكورة.</p> <p>كما أوصت الدراسة بضرورة إجراء مزيد من الدراسات حول أثر المعلومات الأخرى على أسعار الأسهم بخلاف الدخل والقيمة الدفترية على أسعار الأسهم.</p>
٢	٢٠١١	Olweny, Tobias	موثوقية نموذج خصم التوزيعات في تقييم الأسهم العادية في بورصة نيروبي للأوراق المالية.	<p>تناولت الدراسة عرض وتحليل والتعرف على مدى موثوقية نموذج خصم التوزيعات في تقييم الأسهم العادية ، بالتطبيق على في بورصة نيروبي للأوراق المالية.</p> <p>هدفت الدراسة إلى التعرف على قدرة نموذج خصم التوزيعات النقدية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة بسوق نيروبي للأوراق المالية لعام 1999 ، وقد بلغت عينة الدراسة (١٩) شركة ، وقد تم استخدام إختبار (t) للتعرف على مستوى الفروق بين أسعار الأسهم الفعلية وأسعار الأسهم المحسوبة وفقاً لنموذج خصم التوزيعات النقدية.</p> <p>وتوصلت الدراسة إلى أن نموذج خصم التوزيعات النقدية لا يستطيع تحديد أسعار الأسهم ، حيث يتضح من عدد (١٤) شركة من شركات العينة وجود فروق بين متوسط أسعار الأسهم الربع سنوية المحسوبة وفقاً لنموذج خصم التوزيعات النقدية، وبين أسعارها الفعلية.</p> <p>كما أوصت الدراسة بضرورة إجراء دراسات مستقبلية للتعرف على مدى فاعلية النماذج الأخرى التي لم تنطرق إليها هذه الدراسة لتقييم أسهم الشركات.</p>

م	التاريخ	الإسم	عنوان الدراسة	ما توصلت إليه
٣	٢٠١٢	Dahmash, firasnaim, majedqabajeh	ملائمة تقييم نموذج أهلسون للبيانات الأردنية.	<p>تناولت الدراسة عرض وتحليل وتقييم مدى ملائمة تطبيق نموذج أهلسون للبيانات المالية بالشركات الأردنية في تقييم أسهم تلك الشركات.</p> <p>هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى ملائمة نموذج أهلسون في تحديد أسعار الأسهم المدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠٠٣ - ٢٠٠٨) ، مستخدما البيانات السنوية ونموذج الانحدار البسيط لتحقيق أهداف الدراسة .</p> <p>وتوصلت الدراسة إلى أن نموذج أهلسون يستطيع أن يفسر (٩٠%) من التغيرات في أسعار الأسهم أي أن معدل الخطأ في التقدير بلغ (١٠%) .</p> <p>كما أوصت الدراسة بضرورة استخدام نموذج أهلسون في تقييم الأسهم بالشركات المدرجة بالأسواق المالية الأردنية.</p>
٤	٢٠١٤	Guochang Zhang	المعلومات المحاسبية وتقييم الأسهم نظرية الأدلة والتطبيقات.	<p>تناولت الدراسة تبيان أثر المعلومات المحاسبية على عملية تقييم الأسهم ، من خلال تقديم علاج أكثر تنظيماً يعتمد في الأساس على التقييم القائم على المعلومات المحاسبية ، مع التركيز بشكل أساسي على التطورات النظرية الأخيرة والتحليلات التجريبية الناتجة التي تعترف بدور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات الإدارية.</p> <p>هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى ملائمة المعلومات المحاسبية في تقييم الأسهم من خلال استخدام المعايير المحاسبية لتوليد القيمة ، وبعض النماذج المحاسبية الحديثة (نموذج الدخل المتبقي) .</p> <p>وتوصلت الدراسة إلى أن ضرورة الاعتماد على المعلومات المحاسبية بشكل أساسي عند اتخاذ القرارات الإدارية ، من خلال رسم الخرائط المحاسبية للبيانات ، وصياغة نموذج أساسي لقيمة الأسهم يتضمن خيارات النمو والتخلي عن الملكية نستطيع من خلاله قياس القيمة العادلة وقياس الدخل.</p> <p>كما أوصت الدراسة بضرورة مواصلة البحث من أجل تطوير نماذج محاسبية مناسبة في تقييم الأسهم تتماشى مع التغيرات المستمرة في بيئة منظمات الأعمال المعاصرة.</p>

التعليق على الدراسات السابقة

تتفق الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة في أنها محاولة لعرض وتحليل مدى قدرة نماذج تسعير الأسهم على تحقيق الدقة في تحديد أسعار الأسهم.

حيث أن جميع الدراسات تناولت نفس الموضوع وهو تحديد أهم العوامل التي تؤثر على تحديد قيم الأسهم في الأوقات العادية ، وقد إستخدم الباحثون متغيرات ونماذج متعددة جاءت موزعة في دراسات عديدة ، فهناك دراسات إستخدمت متغير محاسبي وهو النفقات الرأسمالية وأثرها على تحديد قيمة الأسهم ، والبعض إستخدم متغير العوامل الإقتصادية الكلية وأثرها على المؤشر العام لأسعار الأسهم ، والبعض الآخر إستخدم متغير الأرباح الموزعة أو الإعلان عنها في التنبؤ بقيم الأسهم ، كما إستخدم البعض مضاعف سعر السهم للدلالة والتنبؤ بأسعار الأسهم ، بينما إستخدم البعض الآخر متغير المعلومات المحاسبية ، والبعض الآخر إستخدم متغيرات القيم الدفترية والعوائد والقيم السوقية للأسهم لتفسير حركة أسعار الأسهم المتوقعة .

كما أن الهدف من جميع هذه الدراسات هو محاولة تحديد أهم المتغيرات التي تؤثر على قيمة الأسهم وتحديد نوع وقوة العلاقة بينهم وقد أثبتت الدراسات السابقة وجود علاقات متنوعة سواء كانت طردية أم عكسية بين المتغيرات وتحديد قيمة الأسهم.

أما وجه الاختلاف بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية فهو أنه في هذه الدراسة سيتم اشتقاق وإقترح نموذج محاسبي في قياس القيمة العادلة للأسهم في ظل ظاهرة التضخم ، يمتاز بكونه يعتمد على البيانات الواقعية ويتجنب التقديرات المستخدمة في النماذج الأخرى ، وذلك بجانب إستخدام متغيرات لم تستخدم في أي من الدراسات والنماذج السابقة ، في محاولة لعلاج المشاكل والمعوقات والوصول إلى تحديد القيمة العادلة لأسهم الشركات بهدف ترشيد القرارات الإستثمارية في ضوء ظاهرة التضخم ، وبعدها سيتم عمل دراسه الميدانية على بعض الشركات المسجلة والعاملة بسوق الأوراق المالية الكويتي.

١١/١ خطة البحث

في ضوء طبيعة البحث وأهميته وأهدافه ومفاهيمه وحدوده تم تناوله على النحو التالي:
أولاً : مفهوم القيمة العادلة
حيث تمثل القيمة العادلة للسهم ما ينبغي إن تكون عليه قيمة السهم في سوق الأوراق المالية ، وهي غالباً تختلف عن القيمة السوقية الحالية للسهم.

هذا وقد أصدر مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) المعيار رقم (157) والذي بدأ سريانه بعد ١٥ تشرين الثاني لسنة ٢٠٠٧ ، وذلك بشأن تعريف وإنشاء إطار لقياس القيمة العادلة داخل المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، حيث عرف المعيار القيمة العادلة بأنها ذلك السعر الذي يتسلمه البائع عند بيع أحد الأصول أو يدفعه عند تحويله لأحد الالتزامات في عملية منتظمة بين شركاء السوق في تاريخ القياس، والقيمة العادلة طبقاً لتعريف المعيار لا تشمل القيمة السوقية وليست مقصورة على المواقف الخاصة باستفسارات السوق الحالية وغير المتاحة، فالتعريف يركز على السعر الذي يُستلم نظير بيع أصل أو السعر الذي سُدفع نظير تحويل التزام وليس السعر الذي يجب سداه للاستحواد على الأصل أو المستلم نظير التزام مفترض. (١)

ومما سبق يمكن تعريف القيمة العادلة للسهم بأنها " السعر الذي ينبغي أن تتم فيه مبادلة الأسهم بين طرفين مطلعين وراغبين في سوق منظم.

ثانياً : مبررات ومزايا تطبيق القيمة العادلة

لقد جاء استخدام مبدأ القيمة العادلة لمواجهة القصور في التكلفة التاريخية التي لم تستطع التعبير عن المركز المالي للوحدة بشكل يمكن الوثوق فيه ، كما انه بالنظر إلى ما فرضته التوسعات الكبيرة في الاستثمارات على وظيفة المحاسبة حول ضرورة وقوف المستثمرين وحملة الأسهم على حقيقة المركز المالي الحقيقي للوحدة الاقتصادية وما يطرأ على أموالهم من تغييرات، فقد أصبحت المحاسبة التقليدية المبنية على أساس التكلفة التاريخية غير قادرة على الوفاء بتلك المتطلبات، الأمر الذي يعزز التحول نحو القيمة العادلة. (٢)

ومما سبق يرى الباحث أنه يمكن إيجاز مبررات ومزايا تطبيق القيمة العادلة فيما يلي :

- ١- إن القيمة العادلة اقرب للتعبير العادل عن المركز المالي ونتيجة الاعمال والتدفقات النقدية والتغيرات في حقوق الملكية للوحدة الاقتصادية.
- ٢- إذا تم تقييم الموجودات والمطلوبات على أساس القيمة العادلة فانها تعبر عن الدخل الاقتصادي لأنه تم اخذ الاسعار السوقية بعين الاعتبار.
- ٤- تساعد معلومات المعدة على أساس القيمة العادلة في اجراء المقارنات بين الوحدات الاقتصادية المتشابهة والتي تستخدم القيمة العادلة.
- ٥- إن معلومات القيمة العادلة لها قدرة تنبؤية اكبر لانها تعكس التأثيرات الاقتصادية الجارية ، كما يتفق تطبيق القيمة العادلة مع مفهوم المحافظة على راس المال.

(١) - Nelson, Jon " Fair Value Measurements", working Paper, International Accounting Standards Board, 2007 .

(٢) - عماد سعد محمد الصايغ، "محاسبة القيمة العادلة وعلاقتها بالأزمة المالية العالمية"، جامعة حلوان كلية التجارة ، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، العدد الثاني، الجزء الأول، ٢٠١١.

ثالثاً : دراسة إنتقادية لنماذج قياس القيمة العادلة

في ظل الأسواق المتغيرة والمتقلبة وخاصة ظاهرة التضخم فإن المقاييس القيمة العادلة تزودنا بكثير من الشفافية وذلك مقارنة بمقاييس التكلفة التاريخية، فضلاً عن أن ملائمة القيمة العادلة للقياس المحاسبي في ظل الظروف الاقتصادية والمالية المتغيرة والمتعلقة فإن الاعتمادية تكون مهمة أيضاً لأن المعلومات الملائمة التي تتسم بعدم الاعتمادية تصبح بلا فائدة لأي مستخدم أي في بعض الأحيان تكون المعلومات ملائمة لكن لا يمكن الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات.

١- نموذج تقييم الأرباح Earnings Valuation Model (١)

هو نموذج لتقييم الأسهم وذلك على أساس ربحيته، حيث تحتسب أرباح السهم الواحد من خلال قسمة الأرباح المتحققة على عدد الأسهم المصدرة ، حيث أن تقييم السهم على أساس هذا النموذج يعني الموافقة مع الفكرة التي قدمها المعارضون وهي إن الأرباح المتحققة من حق أصحاب الأسهم ، فلا بد أن يكون تقييم السهم على أساس ربحيته المستقبلية للتعبير عن نموذج (Modigliani & Miller) وليس توزيعاته، ومن خلال المعادلة التالية نعرض فكرة تقييم السهم العادي بالاستناد إلى الأرباح :

$$p_0 = \sum_{\tau=1}^{\eta} \frac{E_t - I_t}{(1+k)^\tau}$$

حيث إن:

E_t تمثل ربحية السهم المتوقعة في نهاية الفترة t من الاستثمارات الجديدة .
 I_t تمثل الأرباح المحتفظ بها (المحتجزة) في الفترة t لإستثمارات الوحدة المستقبلية.

٢ - نموذج التدفق النقدي Cash Flow Model

يقوم هذا النموذج على أساس إن الثروة المتأتية من أصل تتجسد في التدفقات النقدية المتأتية من هذا الأصل، حيث يلجأ الكثير من المحللين الماليين للتدفقات النقدية على إنها تتمثل في التكاليف غير النقدية) كمخصص الاندثار وتكاليف الديون المشكوك بها (وصافي الربح بعد الضريبة أو ربحية السهم . ويظهر نموذج تقييم السهم العادي على أساس التدفقات النقدية من خلال المعادلة التالية :

$$p_0 = \sum_{\tau=1}^{\eta} \frac{C_t}{(1+k)^\tau}$$

حيث إن:

C_t تمثل الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة.

(١)- هشام طلعت عبد الحكيم ، انوار مصطفى حسن ، "تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) -دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية"، مجلة الادارة والاقتصاد ، العدد ٨ ، ٢٠١٠ .

٣ - نموذج والتر (Walter Model) (١)

سعى والتر في هذا النموذج إلى تقديم إطار لتقييم الأسهم لعادية، وذلك على أساس الافتراض بان سياسة توزيع الأرباح، تتوجه من خلال الغاية أو الهدف بتعظيم ثروة مالكي الأسهم واعادة استثمارها في مشاريع مستقبلية، وبين العادية، من خلال اعتمادها على العلاقة بين احتجاز درجة المخاطرة ومعدل العائد المطلوب. وبهذا يكون والتر قد ركز على الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، وذلك لاعتبار إنهما عاملين مهمين في تحديد القيمة العادلة للأسهم، حيث يمكن توضيح النموذج من خلال المعادلة التالية : عبيدات،

$$P = \frac{E}{Bc} + \frac{Ba - Bc}{Ba} (E + D)$$

حيث إن :
 Bc تمثل معدل العائد المطلوب
 Ba تمثل معدل العائد على الأرباح المحتجزة - معدل النمو
 E تمثل ربحية السهم العادي الواحد
 D تمثل توزيعات الأرباح للسهم العادي الواحد

٥ . نموذج ليرنز و كارلتون (L-C) Model Lerner and Carleton

يعد هذا النموذج (L-C) صيغة مطورة لنموذج كوردن وشابيرو، حيث يبين هذا النموذج العلاقة المهمة بين القيمة العادلة للسهم العادي وقيمه الدفترية، فعندما يكون معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية اقل من العائد المطلوب على السهم العادي، فان القيمة العادلة تنخفض لمستوى اقل من القيمة الدفترية ، أما في حالة كان معدل العائد على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب على السهم العادي، فان القيمة العادلة للسهم في هذه الحالة تكون اكبر من القيمة الدفترية . وتتوازن القيمة الدفترية مع القيمة العادلة عندما يتساوى معدل العائد المطلوب مع معدل العائد على الاستثمار ، وبناءً على هذا النموذج لا توجد ضرورة لان تكون القيمة العادلة للسهم والقيمة الدفترية متماثلتين في بيئة دائمة التغير وبالإضافة إلى ذلك فان هذا النموذج يدل إلى استيرراتيجية تخص سياسة توزيع الأرباح والتي تهدف إلى تعظيم القيمة العادلة للأسهم، إضافة إلى سعر السهم السوقي ، حيث تقوم هذه الإستراتيجية على مبدأ تخفيض الأرباح الموزعة لمالكي الأسهم في حالة كون معدل العائد على الاستثمار اكبر من معدل العائد المطلوب والعكس صحيح ، ويمكن توضيح النموذج بالمعادلة الآتية :

$$P = \frac{(1-b) rBV}{K-rb}$$

حيث إن :

b تمثل نسبة احتجاز الأرباح في الوحدة
 $(1-b)$ تمثل توزيعات الأرباح النقدية للسهم العادي
 Rb تمثل معدل نمو الأرباح للسهم العادي EPS ، وتوزيعات الأرباح للسهم DPS ،
والقيمة الدفترية BV ، وايضاً $rb = g$ ، وذلك حسب نموذج كوردون وشابيرو .

٦- (نموذج مضاعف الربحية) نسبة سعر السهم إلى ربحيته P / E Ratio M (١)

يعرف هذا النموذج بنسبة سعر السهم إلى ربحيته أو المضاعف ، لذلك يتم احتساب هذا النموذج لمعرفة القيمة التي يكون المستثمر مستعداً لدفعها للحصول على سهم الوحدة الإقتصادية حيث يحسب هذا المضاعف من خلال سعر السهم السوقي على ربحيته ، وبمعنى آخر إن المستثمر مستعد لدفع سعر السهم أضعاف ربحيته ، أما إذا كانت نسبة مضاعف الربحية معروفة مسبقاً وتم ضربها بقيمة الأرباح المتوقعة على السهم في الفترة القادمة يمكن الحصول على تقدير لما يجب أن تكون عليه قيمة السهم العادلة في السوق المالي) .

وبناءً على ما سبق فإن القيمة العادلة للسهم تحدد من خلال مضاعف السعر إلى ربحيته والمطور من قبل وليمس وفايندلي ، حيث يتم ذلك من خلال المعادلة الآتية :

$$V = \sum_{\tau=0}^{\infty} \frac{\eta (m) - (E)}{(1+k)^{\tau}}$$

حيث إن:

m مضاعف قيمة السهم في السوق إلى ربحيته
 E ربحية السهم العادي
 K معدل العائد المطلوب
 V القيمة العادلة

وإن معدل العائد المطلوب هو أدنى معدل عائد على الاستثمار يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن تحمل المخاطرة وتأجيل الاستهلاك المالي للمستقبل ويقاس معدل العائد المطلوب وفق المعادلة التالية : () .

$$K = Rfr + \beta (Rs - Rfr)$$

حيث أن :

Rfr العائد الخالي من المخاطرة
 Rs معدل العائد السوقي للسهم
 β معامل بيتا
 K معدل العائد المطلوب

وإن المعدل الخالي من المخاطرة Rfr هو معدل العائد على ورقة مالية ذات دخل ثابت تصدرها جهة حكومية قادرة تماماً على سداد ما عليها من التزامات تجاه حامل تلك الورقة ، مثل معدل العائد على اذون الخزنة ، معدل العائد على السندات الحكومية، ومعدل العائد على ودائع التوفير. مليجي ، ٢٠١١ ،
 إذ يقاس معدل العائد السوقي للسهم RS وفق المعادلة الآتية :

$$RS = \frac{(P_0 - P_1 + D_{ij})}{P_1}$$

(١)- محمد علي العامري، "الإدارة المالية"، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٧ حيث ان:

R_s تشير الى عائد السوقى للسهم

p_0 تشير الى سعر الاغلاق

P_1 تشير الى سعر الافتتاح

D_{ij} تشير الى توزيعات الربح للسهم الواحد يمثل مقياس للمخاطر المنتظمة في محفظة الاستثمار، وكلما ارتفعت قيمة المؤشر β وان معامل بيتا كان دليلا على اداء افضل للمحفظة المالية محل التقييم .

ويقاس معامل بيتا وفق المعادلة الاتية :

$$\beta = \frac{cov(R_s R_m)}{62 R_m}$$

حيث ان :

$cov(R_s R_m)$ تشير إلى التباين المشترك (معامل الارتباط بين العائدين x الانحراف المعياري لعائد الورقة x الانحراف المعياري لعائد السوق).

R_s عائد السوقى للسهم الواحد

R_m العائد على محفظة السوق

$62 R_m$ عامل التباين للعائد السوقى للسهم

فإن معامل بيتا هو مقياس إحصائي للمخاطرة المنتظمة، وهي المخاطر الشائعة لجميع الأوراق المالية في السوق، ويقاس معامل بيتا حساسية عائد الأوراق المالية تجاه عائد المحفظة في السوق أو القطاع وبمعنى هو مقياس لتوافق حركة عائد ورقة معينة مع عائد مجموعة من الأوراق المالية في السوق أو القطاع والتي تشكل محفظة السوق.

كما تعتمد قيمة بيتا على العلاقة التاريخية بين معدل عائد الورقة المالية (بمعنى تعتمد على سلسلة زمنية على الأقل أربعة سنوات) ، ومعدل العائد على محفظة السوق أو القطاع التي تنتمي اليه الورقة المالية ، وإحصائيا تمثل التباين المشترك بين عائد الورقة مالية والعائد على محفظة السوق.

ويمكن تقسيم قيم الاسهم العادية حسب نتائج معمل بيتا الى ثلاثة انواع رئيسية وهي : (١)

١. المرتفعة : وهي الاسهم التي تكون قيمة معامل بيتا لها اكبر من الواحد (بيتا > ١) ، وهذا يعني وهذا يعني ان مخاطرتها اعلى من معدل مخاطرة السوق، كما ان اداء السوق يكون جيد عندما يكون السوق في حالة انتعاش.

٢. المعتدلة : وهي الاسهم التي تكون قيمة معامل بيتا لها مساو للواحد (بيتا = ١) ، وهذا يعني وهذا يعني ان مخاطرتها تكون متجانسة ومتماثلة مع معدل مخاطرة السوق.

٣. المنخفضة : وهي الاسهم التي تكون قيمة معامل بيتا لها اصغر من الواحد (بيتا < ١) ، وهذا يعني وهذا يعني ان مخاطرتها اقل من معدل مخاطرة السوق، كما ان أداء السوق لا يكون جيد عندما يكون السوق في حالة إنتعاش.

(١) - Fair value measurement , Statement of Financial Accounting Standards
No . 157., NOY WALK CT : FASB , 2010 .

بعد توضيح ماهية نماذج قياس القيمة العادلة للأسهم العادية وكيفية احتسابها ، سيقوم الباحث في هذا البحث باستخدام نموذج مضاعف الربحية لأنه يعد أكثر النماذج ملائمة للبيئة المحلية وذلك لتوفر البيانات اللازمة لاحتساب القيمة العادلة بموجبه ، فضلاً عن اعتماده على البيانات الفعلية ويتجنب وضع التخمينات والتوقعات كما في باقي النماذج الأخرى.

وتم اعتماد نموذج مضاعف الربحية لقياس القيمة العادلة التي هي إحدى نماذج قياس القيمة العادلة للسهم الواحد التي بينتها الأدبيات المختصة وان لهذا النموذج معطيات ينبغي توفرها لكي يتسنى قياس القيمة العادلة للسهم الواحد وهذه المعطيات هي:

- مضاعف قيمة السهم في السوق الى ربحيته ويرمز له بالرمز (m).
- ربحية السهم العادي ويرمز له بالرمز (E) .
- معدل العائد المطلوب ويرمز له بالرمز (K) .
- معامل بيتا ويرمز له بالرمز (β) .
- المعدل الخالي من المخاطرة (Rfr) .
- العائد السوقي للسهم الواحد لكل مصرف ويرمز له بالرمز (Rs) .

والمعادلة الآتية (١) توضح كيفية قياس القيمة العادلة للسهم الواحد:

$$V = \sum_{\tau=0}^{\eta} \frac{(E\eta)(m)}{(1+k)^{\tau}}$$

حيث V = القيمة العادلة للسهم

ولكي يتم قياس القيمة العادلة للسهم الواحد ينبغي استخراج معطيات المعادلة (١) وحساب كل معطى بشكل خاص ثم بعد ذلك يتم استخراج القيمة العادلة لكل سهم. (١)

وبذلك تم تحليل نتائج الدراسة الميدانية ، من خلاله عرض نتائج الإختبار الإحصائي لفروض البحث ، وبيان القوة التفسيرية لكل مجموعة من المتغيرات المستقلة في المتغير التابع ، وذلك للوقوف على مدى ملائمة استخدام النموذج المحاسبي المقترح في تقدير القيمة العادلة للأسهم بهدف ترشيد القرارات الإستثمارية في ضوء ظاهرة التضخم.

ومن تحليل النتائج السابقة يتضح أن نسبة أخطاء التنبؤ هي نسبة صغيرة مما يؤكد إمكانية استخدام نموذج مضاعف الربحية المقترح في تقدير القيمة العادلة للأسهم ، وتؤيد النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند تطبيق النموذج المقترح ومعالجة أوجه القصور في نماذج تحديد أسعار الأسهم المستخدمة حالياً ، وتحقيق الدقة في تقدير القيمة الحقيقية (العادلة) للأسهم ، وتحقيق تقدير دقيق وحقيقي لأسعار الأسهم حيث يؤدي لإتخاذ القرار الإستثماري الرشيد وخاصة في ضوء ظاهرة التضخم .

ثم يختم الباحث بإستعراض أهم النتائج والتوصيات التي تم التوصل إليها سواء من الناحية النظرية أو من خلال الدراسة الميدانية ونتائج التحليل الإحصائي لمتغيرات البحث .

- النتائج

- ١- تبين من خلال الدراسة خلو التقارير التي تصدرها المصارف المدرجة في سوق الكويت للاوراق المالية وكذلك التقارير التي يصدرها السوق المذكور من الاشارة الى القيمة العادلة، ويعود سبب ذلك الى عدم وجود إلزام قانوني لتلك المصارف بسبب إفتقار البيئة المحلية الى تشريع قانوني أو معيار محاسبي يخص القيمة العادلة للاسهم العادية.
- ٢- عدم توافر حافزاً مشجعاً نحو الإستثمار في المصارف المدرجة في سوق الكويت للاوراق المالية ، حيث لا يزال معدل العائد المطلوب اقل من معدل العائد الخالي من المخاطرة بسبب استمرار الانخفاض في اسعار الاسهم.
- ٣- إنخفاض القيمة السوقية للاسهم العادية عن قيمتها العادلة لمعظم المصارف المدرجة في سوق الكويت للاوراق المالية، وهذا يعني ان تلك الاسهم مقيمة بأقل مما تستحق الامر الذي ينعكس بدوره على كفاءة السوق.
- ٤- أثبت نموذج مضاعف الربحية صلاحيته في قياس القيمة العادلة للأسهم العادية لبعض للمصارف المدرجة في سوق الكويت للاوراق المالية.

- التوصيات

- ١- يوصى الباحث بضرورة السعي نحو إلزام المصارف المدرجة في سوق الكويت للاوراق المالية بعدم بيان القيمة العادلة لأسهمها العادية، وذلك من خلال إصدار معيار محاسبي أو تشريع قانون يتوافق مع المعايير الدولية بهذا الخصوص يلزم المصارف الكويتية بذلك، وضرورة قيام سوق الكويت للاوراق المالية تضمين النشرات التي يصدرها للمعلومات المفيدة للمستثمرين عن المصارف وخصوصا معدل العائد على استثماراتها ومعامل بيتا الخاص بها.
- ٢- يمكن للمستثمرين الذين لا يميلون إلى تحمل المخاطرة إستثمار أموالهم في المصارف التي كان معامل بيتا لها أقل من الواحد الصحيح حيث أن مخاطرة تلك المصارف أقل من مخاطرة السوق.
- ٣- على المصارف المدرجة في سوق الكويت للاوراق المالية إعادة النظر في مستوى المخاطرة خصوصا في ظل الانخفاض الملحوظ في معدل العائد على استثماراتها بهدف تحسين مستوى العائد على استثماراتها ، وفي ظل ظاهرة التضخم الحالية.

٤- إن القيمة العادلة للاسهم تعبر بدقة عن قيمة السهم قياساً ببقية القيم الأخرى للاسهم، لذا فإن من الضروري تثقيف المستثمرين بضرورة الاعتماد على القيمة العادلة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وذلك من خلال استخدام نموذج مضاعف الربحية.

١٢/١ قائمة المراجع

أولاً : المراجع العربية

- ١- منير إبراهيم الهندي ، " الفكر الحديث في الإستثمار "، دار المعرفة الجامعية ، الطبعة الثالثة ، الإسكندرية، ٢٠١٠ .
- ٢ - د. حسن مشرفي ، أيمن الشهاب، " إختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية " ، مجلة جامعة البعث - المجلد ٣٦ - العدد الأول، ٢٠١٤ .
- ٣- د. خليل أبو حشيش، " دور المعلومات المحاسبية المنشورة في التنبؤ بأسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية : دراسة تطبيقية "، مجلة البصائر، المجلد ٧، العدد لثاني ، ٢٠٠٣ .
- ٤- د. شذى عبد الحسين جبر ، " إختبار النموذج المحاسبي لتقييم في تفسير القيمة الحقيقية للسهم - دراسة تطبيقية " ، مجلة الإدارة والاقتصاد، السنة الخامسة والثلاثون، العدد واحد وتسعون ٢٠١٢ .
- ٥- د. شريف محمد البارودي ، " تحليل لأساليب التأثير على النتائج والمراكز المالية وأثرها على جودة المعلومات بالقوائم المالية مع دراسة إختبارية "، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، لعدد الأول ، ٢٠٠٢ .
- ٦- د. عماد عبد الحسين دلول ، " تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الإستثمارية الكفوءة بإستخدام نموذج التأكد المعادل، دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية" ، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد ٨١ ، ٢٠١٠ .
- ٧ - عماد سعد محمد الصايغ، "محاسبية القيمة العادلة وعلاقتها بالأزمة المالية العالمية"،جامعة حلوان، كلية التجارة ، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، العدد الثاني، الجزء الأول، ٢٠١١ .
- ٨ - فؤاد عبد الحميد ، " إختبار قدرة نموذجي والتر والتأكد المعادل في تحديد أسعار الأسهم الحقيقية في بورصة فلسطين " ، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية ، العدد السادس ، ديسمبر ٢٠١٦ .
- ٩- د. محمد بن سلمان العقيل ، " تقويم نماذج تقدير رأس المال الضمني بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي "، مجلة البحوث المحاسبية ، المجلد الثاني عشر ، العدد الأول ٢٠١٣ ، ص ٢٢٩ .
- ١٠- محمد علي العامري، " الإدارة المالية"، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٧ .
- ١٠- د. مدثر طه أبو الخير، " ملانمة نموذج التقييم المحاسبي لتفسير أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة ، مجلة الهيئة السعودية للمحاسبين القابويين ، العدد ٥١ ، ٢٠٠٧ .
- ١٠- د. هشام طلعت عبد الحكيم ، أنوار مصطفى حسن ، " تقييم الأسهم العادية بإستخدام نموذج الخصم

(نموذج جوردن) - دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق
للاوراق المالية "، مجلة الادارة والاقتصاد ، العدد ٨ ، ٢٠١٠ .

ثانياً : المراجع الأجنبية

- 1- Catherine Tremblay, Richard M. Wise ,Fair Value of an Entity's Property, Plant and Equipment for First-Time Adoption of Accounting Standards for Private Enterprises - A Business Valuator's Perspective, MAY 2014, p: 02.
- 2- D.Hellriegel & J. W.Slocum, (2011)" Organizational behavior (13th ed.). Mason, OH: South Western. Henslin, J. M. free pdf ebook . Available at :
https://www.sllogdevelworker.temera.it/organizational_behavior_slocum_hellrieg..
- 3- Dahmash, firasnaim, majedqabajeh,(2012)," value relevance of ohlson model with Jordanian data ", interdisciplinary journal of contemporary research in business, vol 3, no 11.
- 4- Fair value measurement , Statement of Financial Accounting Standard No . 157., NOY WALK CT : FASB , 2010 .
- 5- Hirst, D. Eric, Hopkins, Patrick E. and Wahlen, James M., (2006), Fair Values, Income Statement, and Bank Analysts` Risk and Valuation Judgments, **Accounting Horizons**, Summary in [http:// www. aaa. org.](http://www.aaa.org.), AAA
- 6 - Howard G , (2006), ' Quantitative Models In The Administrative Decision Making " , Working Paper . Available at : [https:// www.Site.iugaza.eud.ps](https://www.Site.iugaza.eud.ps).
- 7- Guochang Zhang , (2013)"Accounting Informatio and Equity Valuation, Evidence and Applications ",. Available at : [https ://www.springer.com/us/book/9781461481591](https://www.springer.com/us/book/9781461481591)
- 8- Lee, Shih Cheng, Ming Jiang, yuHong Liu (2010)," Testing the Ohlson Model Fractional Cointegration Approach", **International Research Journal of Finance and Economics, issue 55.**
- 9- Lee, Yeong-Bin.(2012) , “A Study of Evaluation Criteria for Disclosure and Transparency” **Journal of American Academy of Business, Cambridge17.**
- 10- Nelson, Jon " Fair Value Measurements", working Paper, International Accounting Standards Board, 2007 .
- 11- Olweny, Tobias, (2011)," 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.**
- 12- Prior, Diego, Josep Rialp, (2011)," The Empirical Application of The Ohlson Model to Determine The Price of Stocks in Latin American Financial Markets", Tecnologico de Monterrey, **Available**, at <http://idem.uab.es/treballs%20recerca/Pedro%20Martinez%20Mexic.pdf> Rosell,
- 13- Remorov, Alexander (2010)," H.H.IF Lecture Series Discounted Cash Flow Model", University of Toronto, available, at: <http://www.mit.edu/~alexrem/DCFSides.pdf>
- 14- Robinson, Dahlia and Burton, Diana, (2006), Discretion in Financial Reporting: The Voluntary Adoption of Fair Value Accounting for Employee Stock Options,

Accounting Horizons, Summary in [http:// www. aaa. org.](http://www.aaa.org), AAA.

15- Suntharee Lhaopadchan, Fair Value Accounting and Intangible Assets "
Goodwill Impairment and Managerial Choice .Journal of Financial Regulation and
Compliance Vol. 18 No. 2, 2010.