

**نموذج مقترح لتقييم أسهم  
زيادة رأس المال بسوق الأوراق المالية المصري  
"دراسة تطبيقية"  
غريب محمد محمد عبد العزيز**

**ملخص البحث:**

استهدفت الدراسة صياغة نموذج مقترح لتحديد قيمة أسهم زيادة رأس المال في سوق الأوراق المالية المصري وذلك من خلال تحليل طرق تقييم الأسهم في الواقع العملي للوقوف على أسباب ونسب الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للأسهم، وتوصلت الدراسة إلى وجود فروق جوهرية بين نتائج الطرق المختلفة لتقييم الأسهم، كما تؤثر طرق التقييم المختلفة على أسعار الأسهم السوقية وقيمة المنشأة وأنه يمكن تطوير طرق تحديد القيمة العادلة للأسهم من خلال النموذج المقترح.

**Abstract:**

The study aimed to formulate a proposed model for determining the value of shares of the capital increase in the Egyptian stock market through analysis of the stock assessment methods in practice for reasons attributed the difference between the market value and the fair value of the shares, the study found no substantial differences between the results of different methods of stock valuation, as various assessment methods affect the stock price and market value and could develop ways to determine the fair value of the shares through the proposed model.

## طبيعة المشكلة:

اعتمدت المحاسبة منذ بداية نشأتها على القيمة السوقية أو ما يمكن أن يطلق عليه القيمة العادلة تجاوزا ، واستمر استخدامها لفترة طويلة حتى حدوث أزمة الكساد العالمي عام ١٩٢٩ م حيث أدت المبالغة في إعادة تقييم الأصول إلى إظهار أرباح وهمية كبيرة ، ونتيجة لأنها أرباح وهمية فقد كان الارتفاع في أسعار الأسهم القائم عليها وهيميا أيضا مما أدى إلى انهيار العديد من الشركات وانهيار أسواق المال. كما ان اختلاف وتعدد طرق التقييم للأسهم في بورصة الأوراق المالية سوف ينتج عنه العديد من المشاكل والاختلافات بين القائمين على تحديد القيمة العادلة للأسهم. فكلما كان تقييم أسهم زيادة رأس المال صحيح ومبنى على أسس علمية سليمة تتفق مع الوضع المالي والاقتصادي للمنشأة فان ذلك يكون في صالح المنشأة ، وكلما اقتربت القيمة العادلة من القيمة السوقية للأسهم دل ذلك على واقعية نموذج التقييم. وتتمثل مشكلة البحث في عدم وجود نموذج موحد لتحديد القيمة العادلة للأسهم وخاصة أسهم زيادة رأس المال وتتلور مشكلة البحث في التساؤلات التالية:

- هل يوجد اختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للأسهم ؟ و هل تعطى جميع نماذج القيمة العادلة لأسهم زيادة رأس المال نفس القيمة السوقية؟
- هل يمكن الوصول إلى أسلوب موحد ومناسب لتحديد القيمة العادلة للأسهم الزيادة؟

## هدف البحث:

يهدف هذا البحث إلى تحليل طرق تقييم الأسهم لصياغة نموذج مقترح لتحديد القيمة العادلة لأسهم زيادة رأس المال في سوق الأوراق المالية المصري وتحديد أسباب ونسبة الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة.

## أهمية البحث:

- في ضوء مشكلة البحث وهدفه، تنقسم أهمية البحث إلى ما يلي:
١. الأهمية العلمية: زيادة دور انظم المحاسبية من خلال تطوير نماذج التقييم الحالية والوقوف على أسباب ونسب الاختلاف بين القيمة العادلة والقيمة السوقية للأسهم.

~ تريبج محمد محمد عبد العزيز ~

٢. الأهمية العملية: هناك حاجة إلى توحيد أساليب قياس القيمة العادلة في ضوء التجارب السابقة بهدف دعم النظم والأساليب المحاسبية المطبقة بصفة عامة وتحديد قيمة أسهم زيادة رأس المال بصفة خاصة عند طرحها للاكتتاب.

### فروض البحث :

- في ضوء مشكلة البحث وأهميته وهدفه، فإن فروض البحث تتلخص فيما يلي:
١. لا توجد فروق جوهرية بين نتائج الطرق المختلفة لتحديد القيمة العادلة للأسهم.
  ٢. لا توجد طريقة عادلة مناسبة للوصول إلى القيمة العادلة لأسهم زيادة رأس المال.

### منهج البحث:

اعتمد الباحث على المنهج الاستقرائي في إعداد الإطار النظري للدراسة وصياغة مشكلة وفروض البحث وذلك من خلال استقراء ما أمكن التوصل إليه من المراجع العلمية العربية والأجنبية المتخصصة في مجال المحاسبة والتمويل للوقوف على أسباب الاختلاف بين القيمة العادلة والسوقية، كما استخدم الباحث المنهج الاستنباطي في الدراسة التطبيقية.

### خطة البحث:

تحقيقاً لأهداف البحث فقد اشتملت الدراسة على ثلاث مباحث كالتالي:

المبحث الأول: عرض وتحليل الدراسات السابقة في مجال البحث.

المبحث الثاني: نماذج تقييم أسهم زيادة رأس المال في الواقع العملي.

المبحث الثالث: نموذج مقترح لتحديد قيمة أسهم زيادة رأس المال.

الخلاصة والنتائج والتوصيات.

### المبحث الأول

#### عرض وتحليل الدراسات السابقة في مجال البحث

##### المقدمة:

اجتهد العديد من الباحثين في الوصول إلى نموذج مناسب لتحديد القيمة العادلة للأسهم يعبر عن القيمة السوقية ، وانطلاقاً من ذلك فسوف يتناول هذا الجزء من

~ تريبج محمد محمد عبد العزيز ~

الدراسة تقييم الدراسات السابقة المتعلقة بالنماذج المختلفة لتقييم الأسهم والعناصر المؤثرة فيها وذلك من خلال استقراء الدراسات السابقة تاريخي اجدى كالتالي :-

### (١) دراسة (د. محمود عبد الفتاح - ٢٠١٢):

استهدفت الدراسة بيان أهم العوامل المؤثرة على قياس القيمة العادلة للأصول المالية والثابتة وغير المتداولة في قطاع المقاولات والاستثمار العقاري، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين العوامل المؤثرة على دقة قياس القيمة العادلة وخصائص جودة المعلومات المحاسبية.

### (٢) دراسة (د. حنان جابر - ٢٠١١):

استهدفت الدراسة تناول التعديلات في القياس والإفصاح عن القيمة العادلة وفقا للمشروع المشترك بين مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي FASB ومجلس معايير المحاسبة الدولية ISAB ، وتوصلت الدراسة إلى أنه يمكن تطبيق التعديلات في نموذج محاسبة القيمة العادلة وفقا للمشروع المشترك في البيئة المصرية.

### (٣) دراسة ( CARLO ALBERTO MAGNI -2009 ):

استهدفت الدراسة مراجعة وعمل تحليل انتقادي لنظرية خصم صافي الدخل المتبقي بعد تغطية تكلفة رأس المال The Residual Income Model ، وتوصلت الدراسة إلى أن كل النظريات بتطبيقاتها يمكن أن تكون موحدة في نظرية واحدة متعددة المعايير تقوم بتزويد نماذج ملائمة ترضى حاجات القائمين على التقييم لحل المشاكل.

### (٤) دراسة ( Elahi Mirza Nawazish -2008 ):

استهدفت الدراسة تقييم أداء نموذج FamaFactor للعوامل الثلاثة في بورصة (KSE - Karachi Stock Exchange) للأوراق المالية. وخلصت الدراسة إلى ان هناك توافق في النتائج التي توصلت لها مع معظم الدراسات التي توصلت إلى صلاحية نموذج العوامل الثلاثة في الأسواق الناشئة وأنه قادر على توضيح الاختلافات في العائدات لمعظم المحافظ الاستثمارية وان النتائج تظل ثابتة أو متوافقة عندما تكون العينة صغيرة وذلك للتحكم في تأثير الحجم.

### ( ٥ ) دراسة ( DAN GODE & James Ohlson -2002 ) :

استهدفت الدراسة توضيح الأسس المحاسبية للتقييم خاصة في ضوء تغير معدلات الفائدة الحالية والمستقبلية بنموذج (Ohlson1995)، وتوصلت الدراسة إلى أن المعدل المؤجل يلعب الدور الرئيسي في الربط بين الأسعار والأرباح المعاصرة، بينما المعدل الحالي يلعب دور رئيسي في التنبؤ بالإيرادات والربط بين الأسعار والأرباح المتوقعة، وقدمت فرضيات تجريبية جديدة للعلاقة بين الأسعار والمتغيرات المحاسبية.

### ( ٦ ) دراسة ( Andrew Bosom worth & other-2001 ) :

استهدفت الدراسة توضيح طرق تقييم الأسهم وقيمة علاوة مخاطر الأسهم من خلال نموذج بسيط لتقييم الأسهم والمتعلقة بفترة منتصف التسعينات ، وتوصلت الدراسة إلى إن السبب الرئيسي لفشل النموذج يرجع إلى ارتفاع التقديرات في البورصة نتيجة التطورات من حيث عدم وجود مصداقية في البيانات والتي أدت إلى التخفيض التدريجي تاريخيا لعلاوة مخاطر الأسهم، والذي دفع إلى استخدام وتوظيف علاوة مخاطر الأسهم في النموذج. وباستقراء الدراسات السابقة يتضح:

- ١ . لا يمكن الاعتماد على القيمة السوقية كمؤشر لتحديد القيمة العادلة لأسهم.
- ٢ . ان معظم الدراسات تركز على استخدام نموذج خصم الدخل المتبقي دون الإشارة إلى مدي صلاحية النموذج في ظل عدم وجود سوق نشط وكفاء.
- ٣ . تختلف النتائج الخاصة بكل نموذج وفقا لمصداقية المعلومات المفصح عنها.

### **المبحث الثاني**

### **نماذج تقييم أسهم زيادة رأس المال في الواقع العملي**

#### **مقدمة:**

قامت الجهات المهنية في العديد من بلدان العالم ( الولايات المتحدة، المملكة المتحدة، استراليا، والاتحاد الأوروبي ) بإصدار المعايير التي تتطلب تقدير بنود قائمة المركز المالي بالقيمة العادلة، والاعتراف بالتغير في القيم العادلة بقائمة الدخل. وسوف يتناول الباحث توضيح مبادئ تحديد القيمة العادلة للأسهم وخاصة تقييم أسهم زيادة رأس المال وكيفية تحديد قيمة علاوة الإصدار وفقا للنقاط التالية:

### أولاً: أسباب اختلاف القيمة السوقية عن القيمة العادلة:

١. تتأثر القيمة السوقية بعوامل العرض والطلب بينما تتحدد القيمة العادلة بناء على دراسة موضوعية للعناصر المؤثرة في قيمة الأوراق المالية.
٢. تتأثر القيمة السوقية أو المستندة إلى سعر السوق ببعض العوامل المعنوية مثل الشائعات فيما تتأثر القيمة العادلة بالعوامل الموضوعية للقياس المادي.
٣. القيمة السوقية قد لا تعبر عن القيمة الحقيقية للأوراق المالية لتأثرها بالعوامل الشخصية والسلوكية بينما ترتبط القيمة العادلة بالقيمة الحقيقية لهذه الأوراق.

### ثانياً: مبادئ تحديد القيمة العادلة للأسهم:

المبدأ الأول: إذا أمكن ملاحظة القيمة العادلة مباشرة من الأسعار السوقية من خلال أسعار السوق المعلنة بأسواق الأوراق المالية فلا شيء آخر يؤخذ به.

المبدأ الثاني: إذا لم يمكن ملاحظة القيمة العادلة مباشرة من الأسعار السوقية فإنه يجب استخدام أفضل الأساليب المتاحة والتي تكون أفضل تقريب للقيمة العادلة.

### ثالثاً : علاوة مخاطر الاستثمار في الأسهم:

تعتبر علاوة مخاطر الاستثمار في الأسهم أساس تمويل الشركات، فغالباً ما توصف بالرقم الأكثر أهمية في الشؤون المالية وتمثل الفرق بين العائد على الأسهم المليئة بالمخاطر والعائد على السندات الآمنة.

### رابعاً : أهم النماذج العملية لتحديد القيمة العادلة للأسهم:

تختلف تقييمات القيمة العادلة وفقاً للخبرات والقدرات العلمية والنماذج المستخدمة لتحديدها، ومما لا شك فيه ان ذلك سوف يؤثر على القيمة السوقية بشكل أو بآخر خاصة عندما لا تتساوى القيمة العادلة وتدل على كون السوق غير نشط وغير كفاء وفيما يلي بعض أهم النماذج لعملية المستخدمة بسوق الأوراق المالية المصري:

### ( أ ) طريقة التدفقات النقدية-DCF (Discounted Cash Flow):

يتم تحديد القيمة العادلة من خلال تقدير التدفقات النقدية المستقبلية للشركة بعمل تحليلات متعمقة للاقتصاد عموماً والقطاع الذي تعمل فيه الشركة، وصولاً إلى تحليل أدائها والتنبؤ بعائداتها المستقبلية، ثم مقارنتها بالشركات المماثلة وصولاً إلى توقع مستويات أرباحها للسنوات المقبلة، ومن خلال ذلك يتم تحديد القيمة العادلة لسهمها.

~ تريبج محمد محمد عبد العزيز ~

ويرى الباحث ان هذه الطريقة على الرغم من تميزها إلا إنها لا تأخذ بالمخاطر غير المتوقعة المستقبلية المحيطة بالاستثمار في الأوراق المالية بشكل كافي كالمخاطر السياسية كالثورات كالتى حدثت مؤخرا في معظم البلدان العربية أو المخاطر الطبيعية.

### **(ب) طريقة مضاعف الربحية (price / Earnings) للقطاع - الأسهم المختارة:**

تعتمد هذه الطريقة على ربحية سهم الشركة كأساس للتقييم بحيث يتم احتساب عائد السهم المتوقع عن سنة ويضرب في مضاعف الربحية الساري لنفس الشركات المتداولة في بورصة الأوراق المالية ( المعلن على شاشات رويترز ) خلال الفترة وصولا للقيمة العادلة.

ويلاحظ ان هذه الطريقة تعتمد علي ربحية المنشأة المتوقعة لسنة واحدة ولا تأخذ في الاعتبار السنوات التالية أي أنها تهمل قدرة المنشأة على النمو في المستقبل ، وكذلك تعتمد على مضاعف الربحية للشركات المتداولة في بورصة الأوراق المالية ومضاعف الربحية للأسهم المختارة في نفس مجال الصناعة للمنشأة بالقطاع وهي بذلك تفترض ان الأسعار السوقية معبرة عن قيم المنشآت الحقيقية وهذا يعتبر صحيح في حالة السوق كفاء ونشط.

### **(ج) طريقة مضاعف القيمة الدفترية (Price/ BookValue) للقطاع-الأسهم المختارة:**

تعتمد هذه الطريقة على مضاعف القيمة الدفترية للقطاع المنتمية إليه المنشأة (المعلن على شاشات رويترز) في بورصة الأوراق المالية كأساس للتقييم، كما ان هذه الطريقة تعتمد على القيمة الدفترية والتي تمثل القيم التاريخية لأصول وخصوم المنشأة ، وهذه النظرة لن تكون معبرة في حالة تقييم أسهم زيادة رأس المال.

### **(د) تحديد القيمة العادلة للسهم عن طريق المتوسط المرجح لطرق التقييم:**

يتم الوصول إلى القيمة العادلة للسهم عن طريق حساب المتوسط المرجح لطرق التقييم وغالبا يتم استخدام ٣ أساليب أساسية (مضاعف الربحية ، مضاعف القيمة الدفترية ، التدفقات النقدية المخصومة ) وبنسب مئوية غير ثابتة من تقرير لأخر.

### **خامسا : مشاكل نماذج التقييم الحالية وسبل علاجها:**

~ تريبج محمد محمد محمد العزيز ~

يرى الباحث ان طرق تقييم القيمة العادلة التي تعتمد على الربحية لن تكون معبرة عن رغبات المستثمرين والمضاربين ما لم تكن متضمنة قيمة الأرباح الرأسمالية المتعلقة ببند القوائم المالية ولذا فان أهم مشاكل نماذج التقييم تتمثل في:

١. اعتماد معظم النماذج على تنبؤات مستقبلية ( التدفقات النقدية ، صافى الربح ) قد تتحقق وقد لا تتحقق وفقا للمخاطر (سياسية ، طبيعية) التي قد تتعرض لها المنشأة.

٢. اختلاف النسب المرجحة للأساليب المستخدمة من مكتب لآخر وعدد الأساليب المستخدمة (من ٣ إلى ٥ أساليب) مؤشر على عدم الثبات في القياس.
٣. عدم وجود أساس محدد وواضح وموحد لتحديد علاوة المخاطر.
٤. عدم اعتماد أساليب التقييم على الأرباح الحقيقية المتعلقة بإعادة تقويم القوائم المالية.

وتتمثل سبل علاج مشاكل حدث إصدار أسهم زيادة رأس المال في:

١. ان تكون القيمة العادلة الحقيقية معبرة عن قيمة المنشأة كما لو كانت في حالة التصفية غير الاضطرارية أي في ضوء استمرارية المنشأة.
٢. قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بتوحيد التقييم وتحديد القيمة التي سيتم طرح أسهم زيادة رأس المال بها وفقا للمعايير المهنية المتعارف عليها.
٣. ضرورة تقديم المنشآت ما يفيد قدرتها على الاستمرارية للهيئة العامة للرقابة المالية باستمرار من خلال أساليب التحليل المالي للتنبؤ بالفشل.

### المبحث الثالث

## نموذج مقترح لتحديد قيمة أسهم زيادة رأس المال

### مقدمة:

تم تحليل وتقييم طرق تحديد القيمة للأسهم في سوق الأوراق المالية تمهيدا للوصول إلى تحديد وتطوير أنسب طريقة لتحديد القيمة العادلة لأسهم زيادة رأس المال لاختبار فروض الدراسة وذلك وفقا للتالي:

أولا: النموذج المقترح لتحديد القيمة العادلة لأسهم زيادة رأس المال.

ثانيا : اختبار فروض الدراسة.

**أولا: النموذج المقترح لتحديد القيمة العادلة لأسهم زيادة رأس المال:**



يجب ان يستند النموذج على مجموعة العناصر والافتراضات التالية:  
أ- نبذة عن الأوضاع الاقتصادية العالمية والمحلية: بالنسبة لسوق رأس المال وسوق الأوراق المالية المصري ( تغير وتطور معدلات النمو والنتائج المحلى ، المخاطر المحيطة ، الإصلاحات الاقتصادية سواء الضريبية أو المصرفية).  
ب- نظرة على القطاع المنتمية إليه المنشأة: ( طبيعة القطاع، المنشآت الدارجة تحته).

ت- بيانات عامة عن الشركة وتشمل:

- نبذة عن الشركة (اسم الشركة ،الشكل القانوني ، رقم السجل وتاريخه....الخ).
- السنة المالية، رأس المال والعملة المسدد بها.
- تاريخ وقرار الجمعية العامة أو مجلس الإدارة بالموافقة على الزيادة.
- مدى أعمال حقوق الأولوية للمساهمين القدامى.
- أسماء المؤسسين ( ونسبة مساهمة كل منهم ).
- أسماء رئيس وأعضاء مجلس الإدارة ( مع إيضاح المنتدبين منهم ) .
- المديرين المسؤولين وأسماء مراقبي الحسابات ( تحديد العنوان ).
- عدد وأنواع الأسهم المصدرة ( أسهم أسمية عادية ، أسهم اسمية ممتازة ، أسهم اسمية مقابل حصص عينية ، أسهم لحامله.
- قيمة الزيادة وعدد الأسهم، اسم البنك أو الشركة الذي سيتلقى الاكتتاب.
- أسماء حاملي الأسهم الاسمية الذين يملك كل منهم أكثر من 5% من أسهم الشركة ونسبة ما يملكه كل منهم.
- المبلغ المطلوب عند الاكتتاب، تاريخ بدء الاكتتاب وتاريخ قفل الاكتتاب.
- بيان طريقة توزيع الربح الصافي للشركة.
- أماكن الحصول على نشرة الاكتتاب المعتمدة من الهيئة.
- أسباب زيادة رأس المال ومدى توقع إفادة الشركة من هذه الزيادة.
- خطة الشركة في استخدام الأموال المتحصل عليها من الاكتتاب وتوقعاتها بالنسبة لنتائج استخدام الأموال.
- بيان العقود التي يكون المؤسسون قد تعاقدوا عليها خلال الخمس سنوات السابقة على الاكتتاب ويزعمون تحويلها إلى الشركة.

- هيكل رأس المال (المساهمين)، آخر التطورات (تطور رأس مال الشركة).
- فروع الشركة، نشاط الشركة ونطاق الأعمال.
- القوانين الحاكمة والضرائب.
- أهم الموردون والعملاء، المشاريع الحالية وطبيعة الإيرادات.
- التواجد الجغرافي ، المنافسون.
- الهيكل الإداري، القوى العاملة بالمنشأة ( الوظيفة والخبرة وطبيعة العمل).

#### أ- عرض القوائم والتقارير المالية :

النتائج المالية التاريخية للشركة ( الأداء الفعلي) بشكل موجز للقوائم المالية المعتمدة من مراقب الحسابات عن الثلاث سنوات السابقة للتقييم وبيان تطور نتائج الأعمال خلال الفترات السابقة.

- القيام بإجراء التحليل المالي (المؤشرات المالية والتعليق عليها ومدلولها).

#### ب- تحليل وتحديد نقاط القوة والضعف :

والفرص الاستثمارية والتهديدات المتاحة للمنشأة خلال فترة الدراسة (الماضية والحالية والمستقبلية).

#### ج- التوقعات المالية المستقبلية والفروض التي أعدت على أساسها الدراسة:

- الفروض والتفديرات المستقبلية خلال عام الدراسة وثلاث سنوات مستقبلية.
- القوائم المالية التقديرية في خلال عام الدراسة وثلاث سنوات مستقبلية.
- تحليل النتائج من الخطوتين السابقتين.
- تحديد المؤشرات المالية المستقبلية.

#### د- افتراضات تحديد القيمة العادلة:

ينصب اهتمام المستثمرين في رغبتهم في الاستثمار في بعض الشركات وبالتالي يحتاجوا إلى تقييم للأسهم بهدف تحقيق أعلى عائد ، وتعتبر نماذج تسعير الأصول هي العامل الوحيد والمتعدد والتي لها نتائج مختلفة حول العالم ، كما ان عامل علاوة مخاطر الاستثمار في الأسهم من العوامل التي تؤثر على العائد للمحافظ المالية. كما يوجد ثلاثة مفاهيم بديلة للدخل وهي:

1. الدخل الصافي المفصح عنه ( هو الدخل الخاص بالنشاط بقائمة الدخل وذلك لعدم وجود تقييم بالقيمة العادلة أي إن القيم بالقوائم المالية مقومة بالقيم الدفترية).

~ تحريجه محمد محمد عبد العزيز ~

٢. الدخل الشامل ( وهو يمثل دخل النشاط والدخل من فروق تقييم بعض بنود القوائم المالية بالقيمة العادلة ).

٣. الدخل الشامل المبني على القيمة العادلة ( وهو دخل النشاط والدخل من فروق تقييم جميع بنود القوائم المالية بالقيمة العادلة ).

ويلاحظ أن التقييم المعتمد على الدخل الشامل المبني على القيمة العادلة أفضل من التقييمات الأخرى، كما انه يجب ان يتم تقييم جميع بنود وعناصر القوائم المالية بالقيمة العادلة لتكون هناك القيمة الدفترية المعدلة وفقا لأسلوب موحد ومتفق عليه. وان أهم الافتراضات الواجب عرضها ضمن متن التقرير تتمثل في إضافة قيمة فروق التقييمات الرأسمالية للأصول والخصوم معا إلى حقوق الملكية بحيث تصبح:

$$\frac{\text{القيمة الدفترية}}{\text{المعدلة للسهم}} = \frac{\text{حقوق الملكية} + \text{فروق إعادة التقييم الرأسمالية}}{\text{عدد الأسهم}}$$

وبناء عليه فان علاوة إصدار الأسهم تتحدد وفقا للمعادلة التالية:  
علاوة إصدار الأسهم = القيمة الدفترية المعدلة للسهم - القيمة الاسمية للسهم مع مراعاة أنه في حالة كون القيمة السوقية اكبر من القيمة الدفترية المعدلة أي ان هناك شهرة محل موجبة نتيجة لتحقيق المنشأة أرباح على المدى البعيد فيتم هنا إضافة قيمة شهرة المحل إلى القيمة الدفترية المعدلة لتصبح القيمة مساوية للقيمة السوقية.

أ- اعتماد جميع البيانات: من رئيس مجلس الإدارة ومراقب الحسابات.  
ب- المرفقات: إضافة الدراسات والتقارير المنوه عنها والمستخدمه داخل التقرير (تقارير صادرة عن وزارة المالية، وزارة التنمية الاقتصادية، وزارة الاستثمار، الهيئة العامة للرقابة المالية، البنك المركزي المصري، تقرير رويترز للقطاع).

ثانيا : اختبار فروض الدراسة:

١- اختبار صحة الفرض الأول:

قام الباحث باختبار مدى صحة الفرض الأول الأصلي والذي يشير إلى انه (لا توجد فروق جوهرية بين نتائج الطرق المختلفة لتحديد القيمة العادلة للأسهم)

نموذج مقترح لتقييم أسهم زيادة رأس المال بسوق الأوراق المالية المصري.....

~ تريبج محمد محمد عبد العزيز ~

وذلك عن طريق مقارنة نتائج نماذج احتساب القيمة العادلة في الواقع العملي من النموذج رقم (٤-١) حتى النموذج رقم (٤-٥) كالتالي:

نموذج رقم (٤-١)

احتساب القيمة العادلة للشركة X1

١.٤١				القيمة السوقية
التدفقات النقدية المخصومة DCF	مضاعف البورصة Ps/E	مضاعف القيمة الدفترية للقطاع P/BV	مضاعف ربحية القطاع P/E	الطرق المستخدمة
٢.٥٨	٢.٦١	٢.٦٨	٢.١٤	السعر المتوقع
%٥٠	%١٠	%٢٠	%٢٠	المتوسط المرجح
٢.٥١٥				القيمة العادلة
%٧٨.٤		نسبة اختلاف القيمة العادلة عن القيمة السوقية		

نموذج رقم (٤-٢)

احتساب القيمة العادلة للشركة X2

١١٧					القيمة السوقية
خصم التدفقات النقدية	مضاعف القيمة الدفترية		مضاعف الربحية		الطرق المستخدمة
	أسهم مختارة في مجال الصناعة	للقطاع	أسهم مختارة في مجال الصناعة لتشبيه القطاع	السوق المصري	
١٧١	١٢٠	٢٠١	١٠٥	١٢٣	السعر المتوقع
	١٦٠		١١٤		
%٧٠	%١٥		%١٥		المتوسط المرجح
١٦٠.٨					القيمة العادلة
%٣٧.٤		نسبة اختلاف القيمة العادلة عن القيمة السوقية			

نموذج مقترح لتقييم أسهم زيادة رأس المال بسوق الأوراق المالية المصري.....

~ تحريجه محمد محمد عبد العزيز ~

نموذج رقم (٣-٤)

احتساب القيمة العادلة للشركة X3

١٢.٥			القيمة السوقية
التدفقات النقدية المخصومة DCF	مضاعف القيمة الدفترية للقطاع P/BV	مضاعف الربحية القطاع P/E	الطرق المستخدمة
٦.٣٤	١٤.٠٢	١٣.٣٨	السعر المتوقع
%٤٠	%٣٠	%٣٠	المتوسط المرجح
١٠.٧٦			القيمة العادلة
%١٣.٩-			نسبة اختلاف القيمة العادلة عن القيمة السوقية

نموذج رقم (٤-٤)

احتساب القيمة العادلة للشركة X4

١٢١.٢٦			القيمة السوقية
التدفقات النقدية المخصومة DCF	مضاعف القيمة الدفترية للقطاع P/BV	مضاعف الربحية القطاع P/E	الطرق المستخدمة
٤٤.٨٤	١٥٠.٦٤	١٣.٨٧	السعر المتوقع
%٤٠	%٣٠	%٣٠	المتوسط المرجح
٦٧.٢٩			القيمة العادلة
%٤٤.٥-			نسبة اختلاف القيمة العادلة عن القيمة السوقية

نموذج رقم (٤-٥)  
احتساب القيمة العادلة للشركة X5

٨٤.٠٥					القيمة السوقية
خصم التوزيعات النقدية (DDM)	مضاعف المبيعات (P/S)	التدفقات النقدية المخصومة DCF	مضاعف القيمة الدفترية للقطاع P/BV	مضاعف الربحية القطاع P/E	الطرق المستخدمة
١١٨.٢٤	٢٢٧.٦٨	١١٨.٤٦	١٠٥.٠١	١٩٧.٨٠	السعر المتوقع
%٣٥	%٥	%٣٠	%١٥	%١٥	المتوسط المرجح
١٣٣.٧٣					القيمة العادلة
نسبة اختلاف القيمة العادلة عن القيمة السوقية					%٥٩.١

وبمقارنة نتائج النماذج من رقم (٤-١) حتى رقم (٤-٥) لمجموعة الشركات المختارة والمسجلة بسوق الأوراق المالية المصري والتي تم استخلاصها من الواقع العملي يظهر نسبة الاختلاف بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة العادلة بالشكل الذي يوضح الاختلاف بين طرق تقييم القيمة العادلة للمنشآت المختلفة من حيث عدد الأساليب ونسب المتوسط المرجح المستخدم في كل طريقة مما جعل هناك اختلاف بين القيمة العادلة و القيمة السوقية للأسهم بالإيجاب في بعض التقييمات وبالسلب في البعض الآخر، وبذلك يتحقق عدم صحة الفرض الأول الأصلي بالدراسة والذي يشير إلى انه (لا توجد فروق جوهرية بين نتائج الطرق المختلفة لتحديد القيمة العادلة للأسهم)، وبالتالي رفض الفرض الأصلي وقبول الفرض البديل الذي يشير إلى انه(توجد فروق جوهرية بين نتائج الطرق المختلفة لتحديد القيمة العادلة للأسهم).

## ٢- اختبار صحة الفرض الثاني:

قام الباحث باختبار مدى صحة الفرض الثاني الأصلي والذي يشير إلى انه (لا توجد طريقة عادلة مناسبة للوصول إلى القيمة العادلة لأسهم زيادة رأس المال) وذلك من خلال تطبيق النموذج المقترح لاحتساب القيمة العادلة على أكثر النماذج السالف

~ تريبج محمد محمد عبد العزيز ~

ذكرها قيمة سالبة نموذج رقم (٤-٤) للشركة X4 حيث بلغت نسبة الاختلاف بين القيمة العادلة والسوقية (-٤٤.٥%) وذلك بعد التوصل إلى فروق إعادة التقييم للأصول الثابتة للشركة المختارة X4 ووضعها في النموذج المقترح من إعداد الباحث للوصول إلى القيمة الدفترية المعدلة لسهم الشركة X4 وفقا للنموذج رقم (٤-٤/١) كالتالي:

نموذج رقم (٤-٤/١)  
احتساب القيمة العادلة للشركة X4 بالنموذج المقترح

١٢١.٢٦	القيمة السوقية
القيمة الدفترية المعدلة	الطرق المستخدمة
١٥٠.٦٥	القيمة الدفترية المعدلة للسهم
%٢٤.٢	نسبة الاختلاف عن القيمة السوقية

اتضح من النموذج السابق رقم (٤-٤/١) ان نسبة الاختلاف بين القيمة العادلة عن القيمة السوقية تغيرت بشكل كبير فقد أصبحت موجبة بنسبة (+٢٤.٢%) على خلاف إتباع النماذج المطبقة بالواقع العملي حيث كانت (-٤٤.٥%) وبذلك يتحقق عدم صحة الفرض الثاني الأصلي بالدراسة والذي يشير إلى ان (لا توجد طريقة عادلة مناسبة للوصول إلى القيمة العادلة لأسهم زيادة رأس المال) ، وبالتالي رفض الفرض الأصلي وقبول الفرض البديل الذي يشير إلى أن (توجد طريقة عادلة مناسبة للوصول إلى القيمة العادلة لأسهم زيادة رأس المال).

### الخلاصة:

تناول هذا البحث عرض وتحليل الدراسات السابقة المتعلقة بنماذج قياس وتحديد القيمة العادلة للاستثمارات المالية، ، وكذلك توضيح أسباب ونسب الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة ومبادئ تحديد القيمة العادلة وصولا لمشاكل نماذج التقييم الحالية، كما تم تحليل نماذج وطرق التقييم المتاحة في الواقع العملي لأسهم المنشآت العاملة بسوق الأوراق المالية المصري بهدف صياغة نموذج مقترح لتحديد قيمة أسهم زيادة رأس المال بسوق الأوراق المالية المصري.

## النتائج:

- بناء على الموضوعات التي تم تناولها توصل الباحث إلى النتائج التالية:
1. توجد فروق جوهرية بين نتائج إتباع الطرق المختلفة لتحديد القيمة العادلة للأسهم.
  2. لا تعتبر نماذج التقييم المطبقة في الواقع العملي مناسبة لتحديد قيمة أسهم زيادة رأس المال لاختلاف نتائجها بشكل ملحوظ عن القيمة السوقية.
  3. يمكن الوصول إلى طريقة عادلة مناسبة لتحديد القيمة العادلة للأسهم من خلال النموذج المقترح بالدراسة حيث يوفر معلومات أكثر مصداقية عن قيمة المنشأة كما لو أنها في حالة تصفية غير اضطرارية مع الاستمرارية.

## التوصيات:

- على ضوء نتائج الدراسة النظرية والتطبيقية يوصى الباحث بما يلي :
1. التطوير المستمر بمعايير المحاسبة المصرية لمقاييس القيمة العادلة للاستثمارات المالية بحيث تأخذ كافة المتغيرات الماضية والحالية في الحسبان أكثر منها اعتمادا على القيمة المستقبلية وبناء على تقييم عادل لكافة أصول وخصوم المنشأة.
  2. توحيد أسس التقييم للقيمة العادلة للاستثمارات المالية خاصة في حالة عدم توافر السوق الكفاء النشط على إن تكون الجهة القائمة بالتقييم الهيئة العامة للرقابة المالية بهدف الحد من نسب الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة العادلة.



## مراجع البحث

### أولاً: المراجع العربية:

#### ( أ ) الدوريات العلمية:

١. د. أشرف محمود قدرى الشرقاوي، ( ٢٠٠٥ ) ، "دراسة تحليلية للعلاقة بين أسعار الأسهم والقيمة المحسوبة وفقاً لنموذج خصم الدخل المتبقي بعد تغطية تكلفة رأس المال" ، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين ، كلية التجارة ، جامعة القاهرة ، العدد الخامس والستون.
٢. د.حنان جابر حسن ، ( ٢٠١١ ) ، " دراسة تحليلية لنموذج القياس والإفصاح المحاسبي عن القيمة العادلة طبقاً للمشروع المشترك بين الـFASB والـISAB وأثره على جودة المعلومات المحاسبية:دراسة ميدانية" ، مجلة المحاسبة المصرية ، كلية التجارة - جامعة القاهرة ، السنة الأولى ، العدد الأول.
٣. د. رضا إبراهيم صالح ، "أثر توجه معايير المحاسبة نحو القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في ظل الأزمة المالية العالمية" ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، جامعة الإسكندرية، يوليو ٢٠٠٩.
٤. د.سيد عبد الفتاح صالح، (٢٠٠٩)، " تحليل العلاقة بين محاسبة القيمة العادلة وممارسات المحاسبة الإبتكارية وأثرها على جودة التقارير المالية-دراسة ميدانية" ، مجلة الفكر المحاسبي ، كلية التجارة - جامعة عين شمس ، العدد الثاني.
٥. د. عاطف محمد العوام، (١٩٩٦) ، " المحاسبة عن القيمة العادلة للاستثمارات المالية قصيرة الأجل في إطار المعايير المحاسبية وقانون سوق رأس المال المصري" ، المجلة العملية للاقتصاد والتجارة ، كلية التجارة - جامعة عين شمس ، ملحق العدد الثاني.
٦. د. محمود عبد الفتاح ، ( ٢٠١٢ ) ، "دراسة العوامل المؤثرة على دقة قياس القيمة العادلة وخصائص جودة المعلومات المحاسبية - دراسة تطبيقية على قطاع المقاولات والاستثمار العقاري" ، المجلة العلمية للتجارة والتمويل ، كلية التجارة ، جامعة طنطا ، العدد الثالث.
٧. د. مجدى جمال عبد القادر، ( ٢٠٠٤ ) ، " المحاسبة عن الاستثمارات في الأوراق المالية في ضوء المعايير المحاسبية - دراسة مقارنة" ، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين ، كلية التجارة ، جامعة القاهرة ، العدد الرابع والستون.

~ تريب محمد محمد محمد العزيز ~

٨. د. محمد محمد عبد الغنى (٢٠٠٢)، " المحاسبة عن القيمة العادلة للاستثمارات المالية في البنوك التجارية - دراسة تطبيقية " ، مجلة الدراسات المالية والتجارية ، كلية التجارة بنى سويف- جامعة القاهرة ، العدد الثاني.

٩. د.محمد إبراهيم زيدان ، ( ٢٠٠١ ) ، "المحاسبة عن القيمة العادلة لأغراض تنظيم عوائد الدمج المصرفي في إطار المعايير المحاسبية بالتطبيق على البنوك التجارية في مصر " ، مجلة الفكر المحاسبي ، كلية التجارة جامعة عين شمس ، العدد الأول،السنة الخامسة.

### ( ب ) رسائل علمية:

١. غريب محمد محمد عبد العزيز،(٢٠١٥)،" مدخل محاسبي مقترح لاستخدام دراسات الحدث لقياس أثر الإعلان عن إصدارات أسهم زيادة رأس المال على أداء وقيمة المنشأة - دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري" ،رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة- جامعة قناة السويس.

٢. -----،(٢٠٠٩)،" إطار مقترح لاستخدام نظم الخبرة في التحاسب الضريبي عن القيمة العادلة للاستثمارات المالية في البنوك التجارية" دراسة تطبيقية "،رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة - جامعة السويس.

### ( ج ) مصادر أخرى:

١. الموقع الإلكتروني للأسهم القطرية ،(٢٠٠٦)، علاوة الإصدار وكيفية احتسابها ؟ ومن المستفيد؟  
قطر.

<http://www.qatarshares.com/vb/archive/index.php/t-34251.html>

٢. اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وتعديلاته ، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، الطبعة الثانية عشرة، ٢٠٠٣.

٣. فؤاد جشيقال -خبير مالي ،(٢٠٠٩) ، القيمة العادلة للأسهم عامل رئيسي في اتخاذ القرارات، منتديات سهم مصر والبورصة

المصرية، <http://www.sahmmisr.com/forums/index.php?showtopic=8994>

٤. فرست للاستشارات المالية (مستشار مالي) معتمد من الهيئة العامة للرقابة المالية - مصر.

٥. معايير المحاسبة المصرية الصادرة بالقرار رقم ٢٤٣ لعام ٢٠٠٦ م .

## Second: English References

### (A) Periodicals :

1. Andrew Bosom Worth And Sergio Grittini,(2001), "New Economy, The Equity Premium And Stock Valuation, Directorate General –

- 
- Operations, Operations Analysis Division, European Central Bank,  
<http://www.ssrn.com>.
2. Carlo Alberto,(2009),"Splitting Up Value: A Critical Review Of Residual Income Theories",European Journal Of Operational Research, 198(1)
  3. Dan Gode, James Ohlson,(2002)," Accounting-Based Valuation With Changing Interest Rates ", Stern School of Business, New York University, <http://www.dangode.com>.
  4. Elahi Mirza Nawazish,(2008), "Size and Value Premium in Karachi Stock Exchange", Dauphine Recherches En Management-Finance.
  5. Elaine Henry,(2006)," Market Reaction to Verbal Components of Earnings Press Releases: Event Study Using a Predictive Algorithm",Journal Of Emerging Technologies In Accounting, Vol. 3.
  6. Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton,(2002)," Global Evidence On The Equity Risk Premium " , London Business School, Forthcoming va Journal of Applied Corporate Finance.
  7. Leslie d.Hodder &James m.:(2006),"Risk-Relevance Of Fair-Value Income Measures For Commercial Banks",The Accounting Review,Vol.81, No.2.
  8. Lawrence W.Palaszynski, CPA,( 2000 ), "Fair Market Value For Business Valuations ", The CPA Journal.