

الجمهورية العربية السورية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة حماه

كلية الاقتصاد

قسم التمويل والمصارف

اختبار قدرة نموذجي شيلر والتدفقات النقدية على تقييم أسهم الشركات المدرجة في
بورصة دمشق للأوراق المالية

Testing Ability of Shiller and Cash Flow Models to Evaluate Shares of Companies Listed on Damascus Stock Exchange

بحث علمي مقدم استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في التمويل والمصارف

إعداد الطالبة

نور رفيق اليونس

إشراف

الأستاذ الدكتور هزاع مفلح

١٤٤٦-١٤٤٧ هـ

٢٠٢٥-٢٠٢٦ م

قرار لجنة الحكم والمناقشة

استناداً إلى قرار مجلس الشؤون العلمية بجامعة حماة رقم /88/ المتخذ بالجلسة رقم / 6 / للعام الدراسي 2025/2026 المنعقدة بتاريخ 25/جمادى / 1447 هـ الموافق 16/12/2025 القاضي بتشكيل لجنة الحكم والمناقشة لرسالة الماجستير التي قدمها الطالبة ^{الأخترت} نور رفيق اليونس في قسم التمويل والمصارف اختصاص التمويل والمصارف بعنوان:

اختيار قدرة نموذجي لشيار والتدقيقات النقدية على تقييم
أدسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

وبعد عرض الرسالة وسردها ومناقشتها اجتمعت لجنة الحكم والمناقشة بتاريخ 15/2/2026 م وبعد المداولة قررت اللجنة ترشيح طالب الدراسات العليا نور رفيق اليونس لنيل درجة الماجستير في اختصاص التمويل والمصارف

ويتقدير عام لدرجة الماجستير: جيد جداً" بمعدل: 78,46 ثمان وستون درجة واربعة وأربعون
باللغة العربية.

وتوصي اللجنة بصرف تكاليف طباعة الرسالة على نفقة الجامعة نظراً للجهد الذي بذله الطالب والتكاليف التي تكبدها إضافة إلى تناوله موضوعاً حساساً من الناحية الاقتصادية.

التوقيع

أعضاء اللجنة


.....

.....

.....

الدكتور د. هزاع المفلح
أستاذ في كلية الاقتصاد - جامعة حماة
الدكتور د. أيهم الحميد
مدرس في كلية الاقتصاد - جامعة حماة
الدكتور د. فادي بطمان
مدرس في كلية الاقتصاد - جامعة حماة

١٤٤٣
١٠ / ١٠ / ٢٠٢٣
جامعة حماه

السيد الدكتور عميد كلية الاقتصاد في جامعة حماة

بعد الاطلاع على النسخة المعدلة من رسالة الماجستير المقدمة من قبل الطالبة نور رفيق اليونس المرشحة لنيل درجة الماجستير في التمويل والمصارف من قسم التمويل والمصارف وهي بعنوان :

اختبار قدرة نموذجي شيلر والتدفقات النقدية على تقييم أسهم الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية

Testing Ability of Shiller and Cash Flow Models to Evaluate Shares of Companies Listed on Damascus Stock Exchange

نفيدكم بأن الرسالة بشكلها الحالي قد استوفت التعديلات التي أشارت إليها لجنة الحكم والمناقشة التي عقدت بتاريخ 2026/2/15 وتعتبر الرسالة جاهزة للطباعة بشكل نهائي.

رئيس لجنة الحكم

أ. د هزاع مفلح

عضو لجنة الحكم

د. فادي بطمان

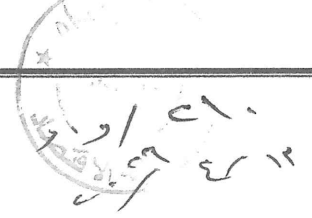
عضو لجنة الحكم

د. أيهم الحميد

رئيس القسم

د. عثمان نقار

تصريح



أصرح بأن هذه الدراسة التي بين أيديكم والموسومة بعنوان:

اختبار قدرة نموذجي شيلر والتدفقات النقدية على تقييم أسهم الشركات المدرجة في
بورصة دمشق للأوراق المالية

Testing Ability of Shiller and Cash Flow Models to Evaluate Shares of Companies Listed on Damascus Stock Exchange

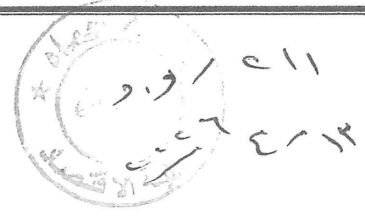
هي نتيجة بحث علمي قمت به لنيل درجة الماجستير في التمويل والمصارف، وأن
هذا البحث لم يسبق أن قدم لأي شهادة، ولا هو مقدم حالياً للحصول على أي
شهادة، وأي رجوع إلى بحث آخر في هذا الموضوع موثق في النص.

الطالبة

نور رفيق اليونس



شهادة



نشهد بأن العمل المقدم بهذه الرسالة وهو بعنوان:

اختبار قدرة نموذجي شيلر والتدفقات النقدية على تقييم أسهم الشركات المدرجة في
بورصة دمشق للأوراق المالية

Testing Ability of Shiller and Cash Flow Models to Evaluate Shares of Companies Listed on Damascus Stock Exchange

هو نتيجة بحث علمي قامت به الطالبة نور رفيق اليونس لنيل درجة الماجستير في التمويل
والمصارف بإشراف:

الأستاذ الدكتور هزاع مفلح

أستاذ في قسم الاقتصاد

كلية الاقتصاد - جامعة حماة

وأن أي رجوع إلى بحث آخر في هذا موضوع موثق في النص.

المشرف الرئيس

الأستاذ الدكتور هزاع مفلح



إلى عمادة كلية الاقتصاد بجامعة حماة

تصريح



مقدمه: الأتسة إسراء موفق النجار، إجازة في الآداب - قسم اللغة العربية- جامعة حماة

تحية طيبة، أما بعد:

لقد قمت وعلى مسؤوليتي الشخصية بالتدقيق اللغوي والنحوي لكامل محتوى هذا البحث المقدم
لنيل درجة الماجستير في قسم التمويل والمصارف، الموسوم بعنوان:

اختبار قدرة نموذجي شيلر والتدفقات النقدية على تقييم أسهم الشركات المدرجة في
بورصة دمشق للأوراق المالية

الذي تقدمت به طالبة الدراسات العليا نور رفيق اليونس.

يرجى التفضل بالاطلاع، وتقبلوا فائق التقدير والاحترام

2026/4/13

إسراء موفق النجار

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

{ وَقَالُوا الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي هَدَانَا وَمَا كُنَّا لِنَهْتَدِيَ لَوْلَا أَنْ هَدَانَا اللَّهُ }

الإهداء

إلى أمي الحبيبة...

نبض قلبي الأول ، وسر قوتي ، إليك أهدي ثمرة تعبي ، فدعاؤك كان دائما سندي .

إلى إخوتي الأعزاء (مجد ، محمد ، روان)...

أنتم السند بعد الله، ورفاق الدرب، بوجودكم كل التعب كان أخف و أحن على قلبي .

إلى صديقتي الغالية ميساء...

رغم المسافات التي تفصلنا، بقي دعمك حاضرا في كل خطوة أخطوها ، شكرا لقلبك
القريب دائما، حتى وأنت بعيدة.

إلى صديقاتي الغاليات...

رفيقات اللحظات الصعبة و الجميلة، كنتن دائما بقربي ، دعما وصدقا لا ينسى .

إليكم جميعا... أهدي هذا العمل بكل حب و امتنان

الباحثة

نور رفيق اليونس

شكر وتقدير

بسم الله الرحمن الرحيم ، والحمد لله رب العالمين، والصلاة و السلام على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

أتوجه بجزيل الشكر وعظيم الامتتان إلى أستاذي المشرف

الأستاذ الدكتور هزاع مفلح

على تفضله بالإشراف على هذا العمل المتواضع لنيل درجة الماجستير، وقد كان لتوجيهاته السديدة ونصائحه القيمة الفضل الكبير في إنجاز هذا البحث.

كما أتوجه بالشكر إلى أساتذتي الكرام أعضاء لجنة الحكم والمناقشة الدكتور أيهم الحميد والدكتور فادي بطمان على تفضلهم بقراءة الرسالة وتقديم آرائهم و ملاحظاتهم البناءة.

وأنتقدم أخيرا بالشكر والتقدير لكل من كان عوناً لي في إتمام سالتني فجزاهم الله خيراً عني ووفقهم لما يحبه و يرضاه.

الباحثة

نور رفیق الیونس

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار قدرة نموذجي شيلر والتدفقات النقدية على تقييم أسهم الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية، وذلك من خلال اختبار قدرة كل من التدفقات النقدية الحرة والربحية المعدلة بالتضخم على تفسير التغيرات في القيمة الحقيقية لتلك الأسهم خلال الفترة من 2012 ولغاية 2022، وتحديد أي النموذجين أقدر على التقييم.

تم حساب ربحية الأسهم الحقيقية المعدلة بالتضخم والتدفقات النقدية الحرة لسهم كل شركة وبشكل سنوي، وحساب القيم الحقيقية للأسهم وفقاً لنموذجي شيلر والتدفقات النقدية، وأجري تحليل الانحدار الخطي البسيط لاختبار العلاقة بين كل من الربحية المعدلة بالتضخم، والتدفقات الحرة والقيم الحقيقية للأسهم.

أظهرت نتائج التحليل وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربحية المعدلة بالتضخم وقيم الأسهم الحقيقية وفقاً لنموذج شيلر إضافة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة وقيم الأسهم الحقيقية وفقاً لنموذج التدفقات النقدية؛ وأجري اختبار (Wilcoxon)، لتبين وجود فروق بين متوسطات القيم الحقيقية المحسوبة وفقاً لنموذجي الدراسة، أي شيلر والتدفقات النقدية، وتبين أنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسطات القيم الحقيقية المحسوبة، مما يدل على قدرة النموذجين على تقييم أسهم الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية.

تمت مقارنة القدرة التفسيرية لكل من الربحية المعدلة بالتضخم والتدفقات النقدية الحرة، و مقارنة معاملات الارتباط للوصول إلى النموذج الأفضل للتقييم، وتبين أن نموذج التدفقات النقدية أكثر قدرة من نموذج شيلر، إلا أن ذلك لا ينفي أهمية الربحية المعدلة بالتضخم في تفسير التغيرات في القيمة الحقيقية وبالتالي أهمية نموذج شيلر في التقييم.

الكلمات المفتاحية: القيمة الحقيقية للسهم، نموذج التدفقات النقدية، نموذج شيلر، التدفقات النقدية الحرة، الربحية المعدلة بالتضخم، بورصة دمشق للأوراق المالية.

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
١٠-١	الإطار العام للبحث
١	المقدمة
٢	مشكلة البحث
٣-٢	أهمية البحث
٣	أهداف البحث
٣	فرضيات البحث
٤	منهج البحث
٤	مجتمع وعينة البحث
٤	حدود البحث
٥	متغيرات البحث
١٠-٥	الدراسات السابقة
١٠	مساهمة البحث
٣٦-١١	الفصل الأول: السعر والقيمة والتقييم
٢٠-١٣	المبحث الأول: قيمة السهم وعلاقتها بسعره
١٤-١٣	1-1-1 مفهوم وتعريف القيمة
١٦-١٤	2-1-1 علاقة قيمة السهم بسعره
٢٠-١٧	3-1-1 العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم
٢٦-٢١	المبحث الثاني: تصنيف الأسهم العادية وقيمتها الحقيقية والسوقية
٢٢-٢١	1-2-1 مفهوم وتعريف الأسهم العادية
٢٥-٢٢	2-2-1 قيم السهم العادي وتصنيفات الأسهم
٢٦-٢٥	3-2-1 القيمة الحقيقية والقيمة السوقية للسهم
٣٧-٢٧	المبحث الثالث: تحليل وتقييم الأسهم العادية

٣٠-٢٧	1-3-1- فكرة تقييم الأسهم ومبرراتها
٣٤-٣٠	2-3-1- تحليل الأسهم العادية
٣٦-٣٤	3-3-1- مقاربات تقييم الأسهم العادية
٦٦-٣٧	الفصل الثاني: تصنيفات نماذج تقييم الأسهم
٥١-٣٨	المبحث الأول: تصنيفات أساسية (نماذج التقييم المطلق)
٤٢-٣٨	1-1-2- نماذج التدفقات النقدية المخصومة
٤٦-٤٢	2-1-2- نماذج التوزيعات المخصومة
٤٩-٤٧	3-1-2- نماذج الدخل المتبقي
٥١-٤٩	4-1-2- التقييم القائم على الأصول
٥٦-٥٢	المبحث الثاني: تصنيفات أساسية (نماذج التقييم النسبي)
٥٤-٥٢	1-2-2- مضاعفات السعر
٥٥-٥٤	2-2-2- مضاعفات قيمة الشركة
٥٦-٥٥	3-2-2- المضاعفات الخاصة بالقطاع
٦٦-٥٧	المبحث الثالث: تصنيفات إضافية لنماذج التقييم
٥٨-٥٧	1-3-2- نماذج الأصول
٥٨	2-3-2- نماذج التحليل الأساسي، الفني، النمو
٦٠-٥٨	3-3-2- نماذج الخيارات (بلاك شولز، والثنائي)
٦٤-٦١	4-3-2- النماذج الكمية ونماذج التعلم الآلي
٦٦-٦٤	5-3-2- النماذج السلوكية، والهجينة
٨٧-٦٧	الفصل الثالث: نموذجي شيلر والتدفقات النقدية
٧٦-٦٨	المبحث الأول: نموذج شيلر
٧٠-٦٨	1-1-3- التعريف بنموذج شيلر
٧٢-٧١	2-1-3- مرتكزات نموذج شيلر (أعمال غراهام ودود)
٧٦-٧٣	3-1-3- متغيرات نموذج شيلر
٨٢-٧٧	المبحث الثاني: نموذج التدفقات النقدية الحرة

٧٨-٧٧	1-2-3- مفهوم وأهمية التدفقات النقدية الحرة
٨٢-٧٩	2-2-3- أشكال التدفقات النقدية الحرة
٨٢	3-3-3- قياس التدفقات النقدية الحرة
٨٧-٨٣	المبحث الثالث: المقارنة بين نمونجي الدراسة
٨٤-٨٣	1-3-3- مرتكزات الموثوقية والقدرة في التصنيفات
٨٥	2-3-3- تصنيف نمونجي الدراسة
٨٧-٨٦	3-3-3- مزايا و عيوب نمونجي الدراسة
١١٧-٨٨	الفصل الرابع: اختبار قدرة نمونجي الدراسة على التقييم
٩٧-٨٩	المبحث الأول: مصادر البيانات ومتغيرات البحث وآلية حسابها
٩٥-٨٩	1-1-4- مصادر البيانات
٩٦	2-1-4- متغيرات البحث
٩٧-٩٦	3-1-4- آلية حساب متغيرات البحث
١٠٢-٩٨	المبحث الثاني: الإحصاءات الوصفية
١٠٠-٩٨	1-2-4- تحليل العلاقة بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات (متوسطات الأداء والانحرافات المعيارية)
١٠٢-١٠٠	2-2-4- تحليل العلاقة بين التدفقات الحرة والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات (متوسطات الأداء والانحرافات المعيارية)
١١٧-١٠٣	المبحث الثالث: التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات
١٠٩-١٠٤	1-3-4- اختبار الفرضية الأولى
١١٤-١٠٩	2-3-4- اختبار الفرضية الثانية
١١٧-١١٥	3-3-4- اختبار قدرة نمونجي الدراسة على التقييم
١٢٠-١١٨	النتائج والمقترحات
١٢٨-١٢١	قائمة المصادر والمراجع
١٣٣-١٢٩	الملاحق

قائمة الجداول

رقم الصفحة	البيان	رقم الجدول
٨٩	المعلومات الخاصة بالشركة المتحدة للتأمين	1-1-4
٩٠	المعلومات الخاصة بالشركة السورية الدولية للتأمين (أروب)	2-1-4
٩١-٩٠	المعلومات الخاصة بشركة العقيلة للتأمين التكافلي	3-1-4
٩١	المعلومات الخاصة بالشركة السورية الوطنية للتأمين	4-1-4
٩٢-٩١	المعلومات الخاصة بشركة الاتحاد التعاوني للتأمين	5-1-4
٩٢	المعلومات الخاصة بالشركة السورية الكويتية للتأمين	6-1-4
٩٣	المعلومات الخاصة بالشركة الأهلية للنقل	7-1-4
٩٤-٩٣	المعلومات الخاصة بشركة المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق	8-1-4
٩٤	المعلومات الخاصة بالشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية	9-1-4
٩٥	المعلومات الخاصة بالشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات نماء	10-1-4
١٠٤	بيانات الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث	1-3-4
١٠٥	توصيف البواقي للعلاقة بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث	2-3-4
١٠٦	نتائج اختبار ديرين واتسن للعلاقة بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث	3-3-4
١٠٦	اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للعلاقة بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث	4-3-4
١٠٨	القدرة التفسيرية للربحية المعدلة بالتضخم بالنسبة لأسهم الشركات عينة البحث	5-3-4
١٠٨	تحليل التباين للعلاقة بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث	6-3-4
١٠٩	نتائج اختبار T للعلاقة بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث	7-3-4

١١٠	بيانات التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية لأسهم للشركات عينة البحث	8-3-4
١١١	توصيف البواقي للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث	9-3-4
١١١	نتائج اختبار ديرين واتسن للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث	10-3-4
١١٢	اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث	11-3-4
١١٣	القدرة التفسيرية للتدفقات النقدية الحرة بالنسبة لبيانات أسهم الشركات عينة البحث	12-3-4
١١٣	تحليل التباين للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية بالنسبة لبيانات أسهم الشركات عينة البحث	13-3-4
١١٤	نتائج اختبار T للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث	14-3-4
١١٥	نتائج اختبار Wilcoxon لمتوسطات القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث	15-3-4
١١٥	معنوية ودلالة اختبار Wilcoxon لمتوسطات القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث.	16-3-4
١١٦	القدرة التفسيرية ومعامل الارتباط لكل من الربحية المعدلة والتدفقات النقدية الحرة لأسهم الشركات عينة البحث	17-3-4

رقم الصفحة	البيان	رقم الشكل
٩٨	متوسط الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث	1-2-4
١٠٠	متوسط انحراف الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث	2-2-4
١٠١	متوسط التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث	3-2-4
١٠٢	متوسط انحراف التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث	4-2-4
١٠٧	انتشار البواقي للعلاقة بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية	1-3-4
١١٢	انتشار البواقي للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية	2-3-4

قائمة الاختصارات

الاختصار	المعنى باللغة الانكليزية	المعنى باللغة العربية
DCF	Discount Cash Flow	نماذج التدفقات النقدية المخصومة
FCFE	Free Cash Flow to Equity	التدفقات النقدية المتاحة للملكية
FCFF	Free Cash Flow to Firm	التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمنشأة
DDM	Dividend Discount Models	نماذج خصم التوزيعات
RIM	Residual Income Models	نماذج الدخل المتبقي
FCF	Free Cash Flow Discount Models	نماذج التدفقات النقدية الحرة
NAV	Net Asset Values	نموذج صافي قيمة الأصول
SOTP	Sum-of-the-Parts	مجموعة الأجزاء
LBO	Leveraged Buyout	الاستحواذ بالرافعة المالية
ANN	Artificial Neural Network	الشبكات العصبونية الاصطناعية
SVM	Support Vector Machine	شعاع الدعم الآلي
CAPE Raito	Cyclically-Adjusted Price-to-Earning Raito	نموذج شيلر

الإطار العام للبحث

المقدمة

تقوم أسواق الأوراق المالية بدور مهم في عملية التنمية الاقتصادية؛ بالنظر لما تمثله من عامل جذب لمدخرات المستثمرين، وإن نجاح تلك الأسواق يتطلب توفير قدر أكبر من البيانات والمعلومات المحاسبية عن الشركات عند نشر المعلومات والمؤشرات التي تعكس الحالة الاقتصادية لتلك الشركات، حتى يتسنى للمتعاملين اختيار أفضل الاستثمارات المتاحة من ناحية، وتخفيض عمليات المضاربة من ناحية أخرى، هذا وتتم عملية توظيف الأموال في السوق بغرض الحصول على عائد مناسب يعوض المستثمر مقابل تنازله عن الاستخدام الحالي لأمواله وبما يغطي المخاطر المرتبطة لهذا الاستثمار، ويمثل سعر السهم في السوق المالي القيمة الفعلية للاستثمارات أو ثروة الملاك القابلة للتحقق، والتي يسعى كل مستثمر لتعظيمها، فتحديد القيمة الحقيقية يعتبر بمثابة حجر الأساس في اتخاذ القرار الاستثماري.

لكل أصل سواء كان مالياً أو حقيقياً قيمة، وتحديد هذه القيمة هي مفتاح الاستثمار الناجح في الأصل، وما يبرر القيام بعملية التقييم هو أن أسعار الأصول تتغير باستمرار، ما يجعل المستثمرين بحاجة دائمة لآلية لتحديد القيمة التي تستحقها هذه الأصول، مما يدفعهم لاتباع العديد من الوسائل لتحديد القيمة الحقيقية، بما يعزز من قراراتهم الاستثمارية.

تم تطوير العديد من النماذج والأدوات التي تهدف إلى تقدير القيمة الحقيقية للأصل. وغالباً ما يتم تصنيف هذه النماذج ضمن إطارين رئيسيين: نماذج التقييم النسبي، والتي تعتمد على مقارنة الأصل بأصول مماثلة، ونماذج التقييم المطلق، والتي تعتمد على تقدير التدفقات النقدية المخصومة بمعدل خصم يعكس درجة المخاطرة المرتبطة بها، ومن أبرزها نموذج التدفقات النقدية المخصومة. كما ظهرت توجهات حديثة تهدف إلى تجاوز القيود المرتبطة بحدود التصنيف التقليدية، عبر دمج أكبر عدد من المتغيرات الاقتصادية، الأمر الذي أفرز نماذج هجينة مثل نموذج شيلر، الذي يعد من النماذج الحديثة في هذا المجال. ويمتاز هذا التوجه بقدرته على الربط بين مجموعة من العلاقات المنطقية بين المتغيرات التفسيرية المختلفة، الأمر الذي يعزز من دقة التقييم ويسهم في قياس القيمة العادلة ضمن سياق أكثر

شمولية وواقعية. لذا تأتي هذه الدراسة لاختبار قدرة نموذجي شيلر والتدفقات النقدية على تقييم أسهم الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية، وذلك من خلال اختبار قدرة كل من الربحية المعدلة بالتضخم والتدفقات النقدية الحرة على تفسير التغيرات في القيمة الحقيقية لمعرفة أي من المتغيرات هي الأكثر تأثيراً في القيمة، وبالتالي القيام بتوصية للمستثمرين بالنموذج الأفضل للتطبيق في بورصة دمشق للأوراق المالية.

مشكلة البحث

تتمثل مشكلة البحث في تباين قدرة نماذج التقييم المختلفة على تحديد القيم الحقيقية للأسهم، إضافة إلى اختلاف الأسواق التي تناولتها الأبحاث بهذا الخصوص، وما يستتبع ذلك من حاجة لاختبارات أكثر على مختلف النماذج مما يسمح بسد الفجوة البحثية.

لذلك تتمثل المشكلة الرئيسية في هذا البحث في التساؤلات الرئيسية الآتية:

- ما قدرة نموذج شيلر على تقييم أسهم الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية؟
 - ما قدرة نموذج التدفقات النقدية على تقييم أسهم الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية؟
 - أي من النموذجين أفضل لتقييم الأسهم المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية؟
- ويتفرع عن هذه التساؤلات الرئيسية الأسئلة الفرعية الآتية:

- ما أثر الربحية المعدلة بالتضخم في القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية.
- ما أثر التدفقات النقدية الحرة في القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية.

أهمية البحث

تتمثل أهمية البحث من محاولة توضيح مدى فاعلية استخدام نموذجي شيلر والتدفقات النقدية الحرة في التقييم، وذلك من خلال معرفة أثر كل من الربحية المعدلة بالتضخم والتدفقات الحرة في القيمة الحقيقية للأسهم وذلك لتقديم معلومات تساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات المناسبة مما يؤدي إلى تخفيض عنصر المخاطرة المصاحب لتلك القرارات، بالإضافة إلى أن نموذج شيلر والذي يتم دراسته

يرتبط بعامل يعكس خصوصية الأسواق الناشئة وهو معدل التضخم مما يساعد على التقييم بشكل أفضل وصورة أوضح في السوق المالي، ومن ذلك سيتم التوصل إلى النتائج واستخلاص التوصيات.

أهداف البحث

يسعى هذا البحث للوقوف على مجموعة من الأهداف:

- ١- اختبار وجود علاقة بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية المحسوبة باستخدام نموذج شيلر.
- ٢- اختبار وجود علاقة بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية المحسوبة باستخدام نموذج التدفقات النقدية.
- ٣- التعرف على قدرة كل من التدفقات النقدية الحرة والربحية المعدلة على تفسير التغيرات في القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية.
- ٤- تحديد المتغيرات الأكثر تأثيراً في القيمة الحقيقية للسهم، كالربحية المعدلة بالتضخم أو التدفقات النقدية الحرة.
- ٥- تحديد أفضل نموذج ملائم للتطبيق في بورصة دمشق.

فرضيات البحث

يهدف الإجابة على تساؤلات البحث، و في سبيل تحقيق أهدافه، تم وضع الفرضية الرئيسية الآتية:
لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من الربحية المعدلة بالتضخم والتدفقات النقدية الحرة وقيم الأسهم الحقيقية للشركات (وفقاً لنموذجي شيلر والتدفقات النقدية) في بورصة دمشق للأوراق المالية.
ويتفرع من هذه الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية الآتية:

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربحية المعدلة وقيم الأسهم الحقيقية للشركات وفقاً لنموذج شيلر في بورصة دمشق للأوراق المالية.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة وقيم الأسهم الحقيقية للشركات وفقاً لنموذج التدفقات النقدية في بورصة دمشق للأوراق المالية.
- لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسطات القيمة الحقيقية المحسوبة للشركات وفقاً لنموذجي شيلر والتدفقات النقدية في بورصة دمشق للأوراق المالية.

منهج البحث

يتم الاعتماد على البيانات الواردة بالتقارير السنوية للشركات عينة البحث، والبيانات المنشورة في بورصة دمشق للأوراق المالية خلال المدة من 2012 وحتى 2022 وذلك لحساب مدخلات كل نموذج، للوصول إلى قيم الأسهم الحقيقية، إلى جانب الحصول على بيانات من المكتب المركزي للإحصاء ومصرف سورية المركزي فيما يخص معدلات التضخم وأسعار الفائدة (تم استخدام معدل الفائدة السوقي على القروض طويلة الأجل). ويتم استخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS لإجراء الاختبارات الإحصائية التحليلية اللازمة لاختبار الفرضيات، وتحليل النتائج.

مجتمع وعينة البحث

مجتمع البحث:

يتمثل مجتمع البحث في:

أسهم الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية.

عينة البحث: شملت عينة البحث أسهم جميع الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية (الشركة المتحدة للتأمين، السورية الدولية للتأمين، العقيلة للتأمين، السورية الوطنية للتأمين، الاتحاد التعاوني للتأمين، السورية الكويتية للتأمين، الأهلية للنقل، المجموعة المتحدة للنشر و الإعلان والتسويق، الأهلية للزيوت النباتية، الشركة الهندسية الزراعية للاستثمار) بحيث تم استبعاد أسهم شركة اسمنت البادية وأسهم قطاع الاتصالات (شركتي سريانتيل و إم تي إن) نظراً لعدم اكتمال بياناتها.

حدود البحث

الحدود المكانية: يتم البحث من واقع البيانات المالية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية.

الحدود الزمانية: تغطي الدراسة التطبيقية لهذا البحث الفترة من 2012 ولغاية 2022، وذلك لأنها استوفت بيانات التضخم المطلوبة، بالإضافة إلى أن نموذج شيلر الذي تتم دراسته يحتاج إلى بيانات عشر سنوات من الربحية المعدلة بالتضخم والأسعار السوقية.

متغيرات البحث:

المتغير التابع:

1- قيمة السهم وفقاً لنموذج شيلر

2- قيمة السهم وفقاً لنموذج التدفقات النقدية

المتغير المستقل:

1- الربحية المعدلة بالتضخم

2- التدفقات النقدية الحرة

الدراسات السابقة:

الدراسات العربية:

دراسة (علا البغدادي) بعنوان:

"تقييم أسهم المصارف التجارية المدرجة في سوق عمان المالي باستخدام نموذجي خصم التوزيعات النقدية والدخل المتبقي"، 2018:

اختبرت هذه الدراسة نموذجي خصم التوزيعات النقدية والدخل المتبقي في تحديد القيمة الحقيقية لأسهم المصارف التجارية المدرجة في سوق عمان المالي، ومعرفة مدى الفروقات بين القيم الحقيقية المحسوبة لهذه الأسهم وقيمها السوقية خلال الفترة 2016 – 2010، وقد تم إجراء التحليل الإحصائي من خلال استخدام الاختبار الإحصائي Wicoxon لدراسة الفروقات بين القيمة الحقيقية المحسوبة للأسهم وفقاً للنموذجين والقيمة السوقية لها، وقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي إلى عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين قيم الأسهم المحسوبة وفقاً لنموذج خصم التوزيعات النقدية وقيمها السوقية، بالإضافة إلى عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين قيم الأسهم المحسوبة وفقاً لنموذج الدخل المتبقي وقيمها السوقية، كما تبين أن نموذج خصم التوزيعات أفضل من نموذج الدخل المتبقي في سوق عمان المالي. وقد أوصت الباحثة المستثمرين بالاعتماد على نموذج خصم التوزيعات النقدية في تقييم أسهم المصارف التجارية المدرجة في سوق عمان المالي.

دراسة كهيان تالين هانس، بعنوان "دور مؤشرات قائمة التدفقات النقدية في تفسير أسعار الأسهم"،
:2017

قامت هذه الدراسة بالتعرف على دور مؤشرات قائمة التدفقات النقدية في تفسير أسعار أسهم المصارف المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية، ولتحقيق الغرض من هذه الدراسة تم استخدام المنهج التحليلي، بالاعتماد على البيانات المالية لعينة من (16) شركة للفترة الممتدة من 2010- 2016 ، بواقع 28 مشاهدة ربع سنوية لكل شركة، وباستخدام نماذج PANEL للتأثيرات الثابتة، من خلال برنامج التحليل الإحصائي 8 EViews ، حيث تم التركيز على مجموعة من المؤشرات كان من أهمها التدفق النقدي الحر وقياس تأثير هذه المؤشرات على سعر السهم، و قد أظهرت نتائج الدراسة أن كل من مؤشرات التدفق النقدي الحر ومؤشرات مرونة السهم وجوده كل من الأرباح والسيولة لها تأثير وإسهام فعلي في تفسير أسعار أسهم المصارف المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية، وأوصت الدراسة بضرورة أن تعمل هذه المصارف على توفير مؤشرات قائمة التدفقات النقدية الربع سنوية على موقع بورصة دمشق للأوراق المالية، نظراً لأهمية هذه المؤشرات في مساعدة متخذ القرار من تقييم الوضع الحالي للمصرف.

دراسة محمد توفيق دلول بعنوان، "تقييم الأسهم العادية وتشكيل محافظتها الاستثمارية الكفوة باستخدام نموذج التأكد المعادل"، 2010:

قامت الدراسة على تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات باستخدام نموذج التأكد المعادل، وذلك لتمكين المستثمر في الأسهم العادية من بناء محافظته الاستثمارية البسيطة والكفوة، وذلك بإطار منهج علمي سليم يستند على أسس نظرية المحفظة، واشتملت عينة الدراسة على 15 شركة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وذلك خلال الفترة الواقعة ما بين 2002-2007، وتوصلت الدراسة أن هناك ثلاث شركات مقيمة بسعر أقل، مما يجعلها مغرية للشراء، حيث بلغ متوسط عائد المحفظة الاستثمارية لتلك الشركات ما نسبته 63%، وأوصت الدراسة المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية بضرورة الاعتماد على نموذج التأكد المعادل لتقييم الأسهم.

دراسة عبد الحكيم حسن بعنوان، "تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم جوردان"، 2010:

قامت هذه الدراسة بتقييم أسعار الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم جوردان، وتحليل طبيعة العلاقة بين القيم السوقية والقيم الحقيقية للأسهم العادية التي جرى اختبارها على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة 2004-2006 لعينة مكونة من سبع شركات صناعية، وتوصلت الدراسة إلى أن أسعار ست شركات من العينة مسعرة بأقل مما يجب وشركة واحدة مسعرة بأكثر مما يجب، بالإضافة إلى أن نموذج جوردان غير ملائم لسوق العراق للأوراق المالية، وكذلك وجود علاقة طردية بين القيم السوقية والقيم الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث، وأوصت الدراسة إلى ضرورة اختبار نماذج تقييم أخرى في سوق العراق للأوراق المالية واختيار الأنسب منها لظروف السوق.

الدراسات الأجنبية:

دراسة (Tiku, Mbuako , 2016) بعنوان:

"Applicability of Dividend Discount Models and Free Cash Flow Models for Equity Valuation"

"قابلية تطبيق نماذج خصم التوزيعات ونماذج التدفقات النقدية الحرة في تقييم الأسهم"

جاءت الدراسة للتحقق من دقة نماذج خصم التوزيعات ونماذج التدفقات النقدية الحرة على ثلاث شركات للسيارات من أكبر 30 شركة ألمانية و أكثرها سيولة والتي تتداول أسهمها في بورصة فرانكفورت كما قامت بالتعرف إلى مدى اختلاف النتائج عند تقييم الأسهم باستخدام نموذج خصم التوزيعات ونماذج التدفقات النقدية الحرة، ومعرفة دقة بعض تقنيات التقييم النسبي عند استخدامها لشركات كبيرة في قطاع السيارات. وقد توصلت الدراسة إلى أن نموذج خصم التوزيعات يقيم الشركات بأكثر من قيمتها بنسبة 56% بينما نموذج التدفقات النقدية الحرة بالنسبة للشركة (FCFF) ، يقيم السهم بأعلى من قيمته بنسبة 41% للسهم، أما نموذج التدفقات النقدية الحرة للسهم (FCFE)، يقيم السهم بأعلى من قيمته بنسبة 38% .

دراسة (Mpho Ernest ,Mafata,2015) بعنوان :

"Company Discounted Cash Flow and Accounting-Based Valuation Models on JSE Listed Firms in South Africa"

"نماذج التقييم المعتمدة على التدفقات النقدية المخصومة والنماذج القائمة على المعايير المحاسبية للشركات المدرجة في بورصة جوهانسبرغ في جنوب أفريقيا":

قامت الدراسة على تحديد أي من نماذج تقييم الأسهم تعطي قيمة حقيقية للسهم مساوية للقيمة السوقية لها، وما هي النماذج التي تعطي أقل الفروقات بين القيم الحقيقية والقيم السوقية للأسهم، وقد شملت الدراسة أفضل 40 شركة مدرجة في سوق جوهانسبرغ للأوراق المالية، قامت بتحليل بياناتها خلال الفترة 2004-2013، وقد توصلت الدراسة لعدة نتائج، وهي أن كل نماذج التقييم المستخدمة أعطت فروقات بين القيم المحسوبة للأسهم والقيم السوقية لها، إلا أن نتائج نماذج التقييم تختلف باختلاف القطاعات الاقتصادية التي تعمل بها الشركات، وأثبتت الدراسة أن نموذج مضاعف الربحية ونموذج خصم التدفقات النقدية يتفوقان على نموذج القيمة الاقتصادية المضافة في تحديد القيمة الفعلية للسهم.

دراسة (Gustav, Claesson,2011) بعنوان :

"Which Model Gives me The Most Accurate Share Price, The Dividend Discount Model or The Free Cash Flow to Equity Model"?

"أي نموذج يقدم لي السعر الأكثر دقة للسهم نموذج خصم التوزيعات أو نموذج التدفقات الحرة للسهم؟"

قامت الدراسة على اختبار دقة نموذج خصم التدفقات النقدية الحرة ونموذج خصم التوزيعات على أكبر عشرة شركات في سوق ستوكهولم للأسهم، بالإضافة إلى اختبار ما إذا كان لاختلاف مجال النشاط الذي تعمل به الشركة أثر عند القيام بعملية التقييم، حيث تمت مقارنة القيمة الحقيقية مع أسعار الإغلاق. ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها؛ أنه لا يوجد أثر كبير لاختلاف مجال النشاط الذي تعمل به الشركة عند استخدام نماذج التقييم، وقد لوحظ أن نموذج خصم التوزيعات أكثر دقة لشركات السلع الاستهلاكية، بينما نموذج التدفقات النقدية أفضل لشركات الخدمات الصحية، ومع ذلك يبقى الدور الأهم هو لمعدلات توزيع الأرباح في الشركة، فكلما كانت معدلات التوزيع مرتفعة أصبح نموذج خصم التوزيعات أفضل لذلك يجب أخذ معدل التوزيع في الاعتبار عند التقييم.

دراسة (Mats s.jakobsen, 2010) بعنوان :

"How Do We Value Private Companies? Case Example: Sorlandschips As"

"كيف نقيم الشركات الخاصة؟ دراسة حالة شركة سور لاند شيبس"

حاولت هذه الدراسة أن تناقش وتحلل كيفية تقييم المستثمر للشركة الخاصة، إذ أن الشركات الخاصة لها خصائص مميزة، بالإضافة للاختلافات المتعلقة بالسيولة والقيمة التي يسيطر عليها المالكين، وبغرض تحقيق ذلك تم استخدام نموذجي الأرباح المتبقية ونموذج قيمة الأصول المماثلة (المتماثلات)، وقد تم اختيار هذين النموذجين بسبب السلبيات التي يعاني منها نموذج خصم التوزيعات، ومنها عدم الأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية السالبة، وقد توصلت الدراسة إلى أن تقييم الشركات الخاصة أصعب بكثير من تقييم الشركات العامة بسبب عدم توافر معلومات كافية، كما أن الشركة الخاصة تختلف عن العامة من ناحية تكلفة الدين وتكلفة الأسهم العادية بالإضافة إلى أن التقييم فن بقدر ما هو علم، لذلك لم تكن لهذه الدراسة نتائج حتمية بخصوص أي نموذج تقييم أفضل، إلا أنها اكتفت بنتيبه المستثمر بأن يكون حذرا عند تقييم شركة خاصة.

دراسة (Pascal , Froidevaux,2004) وهي بعنوان :

"Fundamental Equity Valuation: Stock Selection Based on Discounted Cash Flow"

"التقييم الأساسي للأسهم: اختيار الأسهم بالاعتماد على التدفقات النقدية المخصومة":

قامت الدراسة على تحديد القيمة الحقيقية للأسهم بناء على نموذج التدفقات النقدية، وتكوين محفظة الاستثمار بناء على قدرة النموذج في تحديد الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، واستخدام مزيج من الأساليب المختلفة لتحديد نمو التدفق النقدي، ومدة النمو ومعدل الخصم، وقد تم اختبار قدرة النموذج على التفريق بين الأسهم الناقصة والمبالغة فيها خلال فترة عشر سنوات وفقاً للبيانات الخاصة بالشركات المدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية خلال فترة 1993-2002، وتوصلت الدراسة إلى أن نموذج التدفقات النقدية كان ملائماً في تكوين استراتيجيات الاستثمار لشراء الأسهم، وقد بلغ عائد المحفظة الاستثمارية التي تحتوي على الأسهم المقيمة بأقل مما يجب وفقاً للنموذج 27% مقابل 29% لمحفظة

الاستثمار التي تحتوي على الأسهم المقيمة بأكثر مما يجب، وأوصت الدراسة باستخدام نموذج التدفقات النقدية في بناء المحافظ الاستثمارية.

مساهمة البحث

يكمن الاختلاف الرئيس بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة في الأمور الآتية:

من حيث مجتمع الدراسة:

حيث أن مجتمع الدراسة هو أسهم الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية، في حين أن الدراسات السابقة قد تمت في دول أخرى مثل جوهانسبرغ، العراق، عمان، نيويورك والسويد، وغيرها، وأن الدراسة السابقة التي تمت في بورصة دمشق أجريت على المصارف ولم تكن على الشركات.

من حيث مضمون الدراسة وأساليبها:

تسعى هذه الدراسة إلى اختبار قدرة نموذجي شيلر والتدفقات النقدية على تقييم الأسهم، وذلك من خلال العمل على اختبار قدرة كل من الربحية المعدلة بالتضخم والتدفقات النقدية الحرة على تفسير التغيرات في القيمة الحقيقية المحسوبة للأسهم، كما أنها تشترك مع الدراسات السابقة في أنها بحثت في المتغيرات نفسها كالتدفقات الحرة ومعدل الربحية، واتباع الأساليب الإحصائية نفسها كالانحدار البسيط والاعتماد على برنامج Spss.

بالإضافة إلى أن هذه الدراسة تسعى إلى اختبار قدرة النموذجين معا على التقييم من خلال استخدام الاختبار الإحصائي (Wilcoxon)، وهذا ما لم تأت عليه الدراسات السابقة.

ففي الدراسات السابقة تم بحث العوامل المؤثرة على القيمة والعلاقة بين السعر والقيمة باستخدام نماذج مختلفة مثل نموذج مضاعف الربحية ونموذج خصم التدفقات النقدية ونموذج القيمة الاقتصادية المضافة ونموذج الخصم جوردان وغيرها من النماذج للوصول إلى القيمة الحقيقية و مقارنتها مع الأسعار السوقية، ولم تقم على اختبار قدرتها على التقييم في الأسواق التي تعمل بها، إضافة إلى أن هذه الدراسة تختلف من كونها استخدمت الربحية الحقيقية المعدلة بالتضخم.

الفصل الأول

السعر والقيمة و التقييم

أخذ موضوع تقييم الأسهم العادية أهمية كبيرة في مجال صنع القرار، كونه يتناول مشكلة أساسية من مشاكل الاستثمارات المالية ألا وهي المفاضلة والاختيار، إذ تعد عملية المفاضلة والاختيار بين البدائل المتاحة المشكلة الأساسية في الاستثمارات المالية وعلى وجه الخصوص الاستثمار في الأسهم العادية.

تقييم الأسهم هو أحد العمليات الأكثر تعقيداً في السوق، وتعد التغيرات في أسعار الأسهم من الموضوعات التي تهتم كل المشاركين في السوق المالي؛ لأنها تساهم وبشكل مباشر في عمليات تقييم أسهم الشركات لاختيار أفضلها.

تخلق الشركات قيمة من خلال استثمار رأس المال لتوليد تدفقات نقدية مستقبلية بمعدلات عائد تتجاوز تكلفة رأس المال، وكلما زادت سرعة نموه، وتوزيع المزيد من معدلات العائد الجذابة، زادت القيمة لهذه الشركات.

وبالتالي فإن أي إجراء لا يؤدي إلى زيادة التدفقات النقدية لا ينتج عنه قيمة، فتتمثل المهمة الأساسية لجميع الشركات في توليد تدفقات نقدية تحقق معدلات عائد على رأس المال المستثمر تفوق التكلفة. ومن ثم، فإن الالتزام بهذه المبادئ يساهم في تحديد الاستثمارات التي تحقق أكبر قيمة للمساهمين على المدى الطويل، وتقييمهم للفرص الاستثمارية البديلة.

تمثل عملية تقييم الأسهم العادية مرحلة تحضيرية أساسية في اتخاذ القرار الاستثماري، وتوفر الأرضية المناسبة للتقييم بأساليب علمية دقيقة، بما يساهم في تقليل احتمالية الخسارة من خلال تجنب الشائعات والمضاربات وذلك بهدف الحد من درجة عدم التأكد المرتبطة بالاستثمار في هذه الأسهم، فبالنسبة للمستثمرين فإن تقييم الأسهم العادية يعد أداة علمية تتيح لهم تحديد القيمة الجوهرية لتلك الأسهم، مما يساهم في دعم قراراتهم الاستثمارية المتعلقة بالبيع أو الشراء أو الامتناع عن التداول، أما بالنسبة لمحلي الأوراق المالية فإن التقييم يساعدهم في إعداد توجهات الاستثمار لعملائهم، وبالنسبة للشركات فإن التقييم يساعدها على معرفة التوقيت المناسب في الحصول على التمويل عن طريق إصدار الأسهم العادية فضلاً عن معرفة مدى تأثير سياستها على سعر سهمها في السوق.

المبحث الأول- قيمة السهم وعلاقتها بسعره

1-1-1 مفهوم وتعريف القيمة

يتوقع المستثمر أن تزداد قيمة استثماره فوق التكلفة بما يكفي لتعويضه عن المخاطر التي يتحملها، وينطبق هذا الأمر على جميع أنواع الاستثمارات، سواء أكانت في السندات أو المشتقات أو أسهم الشركات.

يكن مفتاح الاستثمار الناجح في الأصول المالية والحقيقية على حد سواء في فهم القيمة، وكيفية الوصول إلى ما يطلق عليه "القيمة الجوهرية" للأصل محل التقييم، ومن ثم فإن قدرة الشركة على خلق قيمة لمساهميها، ومقدار هذه القيمة يعتبران مقياسان للأداء أخذاً في الاعتبار لمصالح جميع من في الشركة في الأجل الطويل.

لقي المفهوم النظري للقيمة اهتماماً كبيراً من مختلف الباحثين، ومفكري المدارس الاقتصادية، ومع تعمق الممارسة والخبرة لدى الشركات بدأ يتضح أن هدف تعظيم الأرباح مثلاً إنما هو هدف قصير الأجل، ولا بد من العمل على تعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم قيمة الشركة، ولتحقيق هذا الهدف يجب تعظيم قيمة الأسهم في سوق رأس المال مما دفع النظرية المالية إلى الأخذ بالاعتبار لجميع العوامل التي تترك تأثيرها في قيمة الأسهم.

تنتج قيمة السهم السوقية عن مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع؛ إذا فهي ناتجة عن التداولات التي تتم في السوق، وقد أوضح جون ويليامز John Williams، أن "قيمة أي أصل مالي أو مادي تتحدد انطلاقاً من قيمة جميع التدفقات المالية المقدرّة التي يدرها هذا الأصل".¹

يمكن الوصول إلى القيمة الجوهرية لكل أصل سواء كان مالي أو حقيقي عن طريق التقييم، لكن بعض الأصول أسهل في التقييم من غيرها، وتختلف تفاصيل التقييم من حالة إلى أخرى على اعتبار أن الهدف الأساسي من هذه العملية هو الوصول إلى تحديد القيمة الحقيقية، ومقارنتها مع القيمة السوقية، ومن ثم معرفة ما إذا كانت الورقة المالية مسعرة بأقل أو أكثر مما تستحق، أو أن السوق المالي قد سعرها بشكل عادل ومتوازن.

ويمكن تعريف القيمة على أنها "مقياس يعكس مدى الفائدة أو الرغبة المرتبطة بسلعة معينة عند مقارنتها ببدائل أخرى، أو أنها تمثل بعداً محدداً للقياس في أي اقتصاد سوق".²

¹ John, Williams (1937), The Theory of Investment Value ,P615.

² Koller , T., Goedhart, M., Wessels, D., (2010) , Measuring and Managing The Value, P25 -26.

ويتم تعريف القيمة بأنها "قابلية السلع والخدمات لإرضاء حاجات الزبائن أو تزويدهم بالمنافع، كما أن القيمة هي مسألة ذاتية يعتمد وجودها على الحاجات الخاصة والمميزة للزبون، فالسيارة هي ذات قيمة للشخص الذي يحتاج للتنقل، لكن ليس لها قيمة أو تكون قيمتها ضئيلة لأشخاص يعيشون في أماكن معزولة وطرقها غير معبدة¹".

كما يتم تعريفها بأنها " مقدار ما يستحقه الأصل نسبة للأصول المماثلة، أي قوة الأصل التبادلية مع الأصول الأخرى والمنفعة المتحققة من الأصل، والرضا والإشباع من اقتناء هذا الأصل²".

1-1-2- علاقة قيمة السهم بسعره:

يختلف مفهوم القيمة عن السعر من حيث الجوهر والدلالة، فيعد مصطلح القيمة مفهوماً أشمل وأعمق من السعر. فالسعر هو المبلغ الذي يدفع مقابل الحصول على أصل معين، بينما تمثل القيمة ما ينبغي أن يتحقق للمستثمر من منافع عند استثمار أمواله في مجال معين، فالسعر هو ما كان، أما القيمة فهي ما يجب أن يكون، وتعتبر القيمة مفهوم موضوعي يستند إلى أسس تحليلية وهادفة يتسم بالثبات النسبي وتعكس الفائدة الحقيقية أو المتوقعة من الاستثمار ومن دون أن تتأثر بالانفعالات أو الظروف الشخصية، وهي عوامل لا تندرج ضمن مفهوم القيمة بذاته. بينما يعد السعر مفهوم ذاتي يمكن أن يتأثر بعدة عوامل (كالمشتري، ومركزه المالي؛ أي قدرته على الدفع وحالة السوق، وأوجه التوافق المحتملة)، هذا لا يعني أن القيمة لا تتطور مع مرور الوقت، بل إنها تتغير مع تغير الأحداث التي تؤثر عليها³. كما أن السعر مفهوم محدود الاستخدام، إذ يعتمد في جوهره على القيمة كأساس يعمل على ربط المشتري والبائع في إطار المعاملات المتعلقة بالبيع أو الشراء، وبناء على ذلك يمكن القول أن السعر يكون موضع تفاوض سواء بالزيادة أو النقصان، وهو بطبيعته أكثر عرضة للتقلب من القيمة. "كما أن السعر يختلف عن القيمة من حيث أن السعر يعود إلى المبلغ المدفوع فعلاً أو الذي يطلب عن الممتلكات، وقد يكون أكبر أو أقل من القيمة ويمكن أن يتساوى كل من السعر والقيمة لكن ليس دائماً⁴. أما في مجال تداول الأسهم في سوق رأس المال، فإن القيمة السوقية للسهم تستخدم كمرادف لسعر السهم في السوق⁵.

¹ Haksever ,C., (2000), Service management and operations , P.87

Stowe ,D., Roberson ,R., et Al , (2010), Equity Asset Valuation , P.2

³ Neale ,B. , McElroy ,T., (2004), Business Finance a Value Based Approach ,P.290

⁴ Hitchner ,R.,(2003) , Financial Valuation: Applications and Models , P7

⁵ schreiner, A.,(2007) , Equity Valuation Using Multiples an Empirical Investigation ,P38

إن العلاقة بين القيمة العادلة والقيمة السوقية أمر مثير للجدل، حيث تؤكد فرضية كفاءة السوق، أن أسعار السوق غير متحيزة وتقدم أفضل تقدير للقيمة الحقيقية، لأنها تعمل على تصحيح نفسها على الفور، وعادة ما نحصل من خلال هذه الأسواق على التقييم الصحيح على افتراض أن الأسواق كفؤة، لكن لسوء الحظ هذا الافتراض غير واقعي؛ حيث أظهرت المالية السلوكية التي تدرس التحيز الإنساني والعاطفي، كيف تؤثر تلك التحيزات على أسعار السوق وتخصيص الموارد، حيث تجد أن هناك مجموعة من العوامل السلوكية (الخوف، الطمع، الثقة المفرطة،) تؤثر على الأسعار في السوق وبطرق مختلفة وأن السلوك الناتج من المستثمرين أكثر تعقيدا من السلوك العقلاني، فضلا عن ذلك فإن المستثمرين قد يعانون من الثقة المفرطة في المعلومات التي تدعم قراراتهم الأولية مما يجعلهم يقللون من شأن المعلومات الجديدة التي تتعارض مع معتقداتهم.

يؤثر كل ذلك في أسعار الأسهم و ينعكس في أداء السوق، و نظراً إلى أن تقييمات السهم تعتمد على توقعات المستثمرين فإن أداء السوق في بعض الأوقات قد لا يرتبط بالظروف الاقتصادية، فقد يكون الاقتصاد ضعيفاً إلا أن أسعار الأسهم ترتفع إذا كان المستثمرون في مجملهم يرون تحسن الاقتصاد قريباً بمعنى وجود موقف إيجابي للمستثمرين ينعكس على شكل توقعات متفائلة.

أمر آخر قد يفسر تحركات أسعار الأسهم، وهو سلوك القطيع، ويعبر عن مدى اعتماد المستثمرين بعضهم على بعض في تقييم الأسهم. فبدلاً من تكوين تقييماتهم الخاصة عن الشركة، يركز كثير من المستثمرين على شعور المستثمرين العام، مما قد يتسبب في تحركات غير طبيعية في أسعار الأسهم لا يمكن تفسيرها دائماً بشكل عقلاني.

ويتعلق موقف المستثمرين أيضاً بالكيفية التي تستثمر بها الأموال، فإذا رغب المستثمرون في تحمل مخاطر أكبر فإن أسعار الأسهم سترتفع. ومن جهة أخرى إذا كان المستثمرون أكثر هدوءاً، واختاروا الأمان على المخاطرة، فإن أسعار الأسهم ستتنخفض وفي هذا الإطار يوجد عاملان: السوق الصاعد: وهو السوق الذي يكون فيه المستثمر أكثر ثقة في أثناء المخاطرة ويستثمر بطريقة هجومية، فيرتفع الطلب مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم.

السوق الهابط: هو السوق الذي يكون فيه المستثمر أكثر قلقاً بشأن المخاطرة و خسارة استثماره، وبالتالي يستثمر بثقة أقل مع مراعاة السلامة وهذا ما يؤدي إلى ركود السوق وهبوط سعر السهم في النهاية.¹

¹ زهري ، شادي أحمد ، (2021) ، الأسواق المالية ، ص 149-148.

يفترض الأساسيون من ناحية أخرى أنه لا يوجد ضمان بأن سعر أي سهم يظهر أقل أو أعلى من القيمة الحقيقية له، وأن من السذاجة الافتراض أن الأسواق كقوة دائماً بحيث تتكيف الأسعار مع القيمة وعلى الفور، "وأن انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمتها الحقيقية قد يكون نتيجة التلاعب بأسعار الأسهم أو عدم توفر معلومات كافية عن الشركة، وبالتالي فإن القيمة السوقية يمكن تحديدها بالضبط من خلال توازن العرض والطلب على السهم في السوق، أما القيمة الحقيقية فإن تحديدها أكثر صعوبة ويتطلب التنبؤ بالمستقبل، ويتم استخدام نهج شخصي مختلف لا يمكن تجنبه، كما أن الاختلاف في الأساليب ووجهات النظر حول الآفاق المستقبلية للشركة يجعل من القيمة الحقيقية فردية وغير قابلة للرصد، فالمستثمر قد يبيع السهم على أساس توقعاته للقيمة، في حين أن مستثمراً آخر يشتري السهم استناداً إلى توقعاته المختلفة حول القيمة، وإن تلك التقييمات المختلفة ترتبط بعوامل المدخلات في نماذج التقييم"¹. ويمكن اختصار ما سبق عرضه أعلاه في الجدول الآتي:

البيان	القيمة الحقيقية	سعر السوق
المصدر	تحليل المستثمر للأداء المالي للشركة	العرض و الطلب
الطبيعة	مستقرة نسبياً تتغير مع تغير أساسيات الشركة	متقلبة، تتغير بشكل دائم
الأهداف	الاستثمار فيها منطقي أم لا	تنفيذ عمليات الشراء
المحركات	الأرباح ، النمو ، الأصول ، المخاطر	مشاعر ، شائعات ، سيولة

¹ Francis , J . , (1986) , Investement : Analysis and Management, P208.

1-1-3- العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم:

يوجد العديد من العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، لكن بالنظر إلى كل هذه العوامل ولمحاولة معرفة العامل الأساسي سيكون الأمر وبشكل أساسي وبسيط: العرض والطلب. إذ يؤدي عدم التوازن بين العرض والطلب إلى رفع سعر السهم وخفضه، مثل جميع السلع. فإذا كانت هناك ندرة مفاجئة في سلعة ما، وازداد عدد الأشخاص الذين يصطفون لشرائها، سوف يرتفع سعرها على الفور... وبالمثل، إذا كانت الشركة تعمل بشكل جيد ويريد الجميع شراء أسهمها، فسيكون هناك نقص في الأسهم، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركة. والعكس يحدث إذا كان هناك الكثير من الأسهم المتاحة، ولا أحد يريد شراءها.

يدفع ذلك للتفكير بكيفية تغير العرض والطلب والأسباب المؤثرة فيهما والتي يمكن تقسيمها إلى ما يأتي¹:

أ- الأسباب الداخلية للمنشأة :

• الأسباب المرتبطة بالشركة نفسها:

تتباين المنشآت فيما بينها، حتى وإن كانت تنتمي لنفس الصناعة أو نفس القطاع، وعادة ما يكون هذا التباين في مجال أو مجالات معينة دون غيرها، ويمكن عرض الأسباب المؤثرة في سعر السهم كما يأتي²:

١- التغير في سياسة توزيع الأرباح:

تؤثر عملية توزيع الأرباح في القيمة السوقية للأسهم ويمكن تحديد ذلك بسهولة في مخطط أسعار الأسهم فعادة تميل أسعار أسهم الشركة إلى الارتفاع عند إعلان توزيع الأرباح، ويرجع سبب ارتفاع سعر السهم إلى أن المستثمرين يرون عموماً أن الشركات التي تعلن عن توزيعات الأرباح قوية و مستقرة مالياً، ومع ذلك، إذا كان إعلان توزيع الأرباح من قبل الشركة لا يلبي توقعات المستثمرين، فإنه يزيد من احتمالية انخفاض سعر السهم.

٢- مفاجآت الأرباح:

يستخدم المستثمرون الأرباح الحالية كمؤشر لما ستكون عليه الأرباح في المستقبل وبالتالي التدفقات النقدية المستقبلية، فعندما تعلن شركة عن أن أرباحها فاقت التوقعات فإن بعض المستثمرين سيراجعون

¹ زهرة ، شادي أحمد ، مرجع سبق ذكره ، ص 152-146.

² Das, N., Pattanayak ,K.,(2007) , " Factors Affecting Market Price of SENSEX Shares" , P4.

توقعاتهم حول التدفقات النقدية المستقبلية وبالتالي سيرفعون من تقديراتهم لسعر السهم، وبالعكس فإن إعلان أرباح أقل من المتوقع ستدفع المستثمرين إلى تخفيض توقعاتهم حول التدفقات النقدية المستقبلية.

٣- توقعات المستثمرين لأداء الشركة: إذ يعد أداء الشركة من العوامل الأساسية التي تؤثر على أسعار الأسهم، وهناك عدد من العوامل الداخلية والخارجية التي تؤثر على الأداء وبالأخص الأداء المالي للشركة فالعوامل الداخلية تتمثل بتغيير في مجلس الإدارة للشركة وتعيين أو وضع إدارة جديدة وإنشاء أصول جديدة، وقد تشمل العوامل الخارجية التضخم والظروف الاقتصادية وسلوك المستثمرين وظروف السوق والمنافسة.

وترى الباحثة أنه لا يمكن الجزم بتأثير أحد هذه العوامل أو بعضها من دون العوامل الأخرى، بل تتفاعل فيما بينها ويختلف تأثيرها من شركة إلى أخرى، ولا سيما في الأسواق النامية التي تشهد معدلات تضخم مرتفعة نتيجة لأوضاعها غير المستقرة.

ب- الأسباب الخارجية للمنشأة:

• الأسباب المرتبطة بالظروف العالمية

يقصد بالظروف العالمية في هذا الصدد المعلومات المتاحة عن الحروب أو التوترات المحتملة في منطقة ما، أو تغيرات سياسية أو اجتماعية أو اقتصادية في دولة معينة، مثل هذه الأحداث عادة ما تترك أثراً على اقتصاد دول أخرى، ويكون لها بصمة على حركة رؤوس الأموال بها، وإذا كانت هذه المعلومات في صورتها العادية قد لا تسمح للمستثمر العادي أن يستخلص منها نتيجة، لكن هناك محللين وخبراء ماليين عادة ما ينشرون وجهات نظرهم، وذلك من خلال الصحف والمجلات المتخصصة بشأن تأثير تلك الأحداث على اقتصاد الدولة وقطاعات الأعمال بها، وتأثيرها على الأوراق المالية التي تصدرها المنشأة.

• الأسباب الاقتصادية:

إذا كانت الحالة الاقتصادية في الدولة تتأثر بما يجري في العالم من أحداث، فإنها تتأثر كذلك بمتغيرات من داخل الدولة ذاتها، ومنها درجة النمو الاقتصادي، ومستوى التضخم، اتجاه سعر الفائدة، وتغيرات سعر الصرف وغيرها من الأحداث، كل هذه الأحداث من شأنها أن تؤثر على التدفقات النقدية المتوقعة للمنشأة، وكذلك على المعدل الذي على أساسه يتم خصم هذه التدفقات.

ومن هنا فإنه يصبح من المتوقع أن يكون هناك علاقة واضحة بين الحالة الاقتصادية وأسعار الأوراق المالية المتداولة في أسواقها، وما يميز هذه الأسباب أنها تؤثر في جميع الشركات ولا يمكن التأثير فيها أو التحكم بها، وفيما يأتي شرح موجز لأهم هذه الأسباب:

١- تأثير النمو الاقتصادي:

ينعكس النمو الاقتصادي في زيادة الدخل، وبالتالي يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات التي تقدمها الشركات مما يزيد من مبيعاتها وأرباحها وتدفقاتها النقدية بشكل عام، لذلك من الطبيعي أن يهتم المستثمرون بمتابعة معدل النمو الاقتصادي والمؤشرات الدالة على وضعه في المستقبل، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي يعطي نظرة إيجابية تجاه المستقبل وبالتالي يتوقع الأفراد عوائد أكبر من الاستثمار، مما يزيد حركة التعامل على الأسهم ويؤدي ذلك إلى ارتفاع أسعارها^١.

٢- تأثير أسعار الفائدة:

يعد التنبؤ بأسعار الفائدة المستقبلية من العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم، ويمكن توضيح هذا التأثير بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم كما يلي^٢:

- يدفع توقع ارتفاع سعر الفائدة المستثمرين للتخلي عن الاستثمار في الأسهم والاتجاه نحو الإيداعات المصرفية أو الاستثمار في السندات وأدوات الدين الأخرى، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم.
- من ناحية أخرى سيعمل ارتفاع معدل الفائدة الشركات إلى دفع مبالغ أكبر للاقتراض، مما يؤدي إلى أرباح أقل وهذا سوف يدفع الأفراد إلى التخلي عن الأسهم وبالتالي تنخفض أسعارها. على العكس من ذلك؛ تعني أسعار الفائدة المنخفضة أنه يمكن للشركة اقتراض الأموال من المصارف بتكاليف أقل بكثير، وبالتالي توفير أموالهم وتحقيق ربح أعلى، وفي هذه الحالة يزداد الطلب على الأسهم وترتفع أسعارها.

٣- تقلب سعر الصرف:

يؤثر سعر صرف العملة المحلية في أسعار الأسهم بطرق مختلفة:

- يفضل المستثمرون الأجانب في الاستثمار في الأسهم المحلية عندما تكون العملة المحلية منخفضة، بينما يبيعون استثماراتهم عندما تصل قيمة العملة المحلية إلى ذروتها؛ أي أن

^١ خلف، فليح (2006)، الأسواق المالية و النقدية، ص 208

^٢ Mishkin, F., (2019), The Economics of Money : Banking and Financial Markets, P243.

الطلب الأجنبي على الأسهم المحلية يزيد من قبل المستثمر الأجنبي عندما يتوقع تحسن قيمة العملة على افتراض بقاء باقي العوامل الأخرى على حالها.

• يؤثر ارتفاع قيمة العملة الوطنية سلباً على الشركات التي تُصدر للخارج، ذلك أن المستورد سيدفع تكلفة استيراد أعلى للمصدر الأمر الذي يسبب انخفاض أرقام مبيعات المصدر، وبالتالي أرباحه، فيعمد المستثمرون إلى التخلص من أسهم هذه الشركات وبالتالي تنخفض أسعارها، بينما يؤثر ذلك إيجاباً في الشركات التي تستورد من الخارج بشكل كبير، بسبب انخفاض تكلفة مستوردها الأمر الذي يعني زيادة أرباحها، وبالتالي ارتفاع أسعارها.

• الأسباب المرتبطة بالصناعة

على الرغم من أن الظروف الاقتصادية العامة تؤثر في كافة الصناعات، إلا أن مدى وعمق ذلك التأثير يختلف من صناعة إلى أخرى، بتعيين آخر يمكن القول أن الصناعات المكونة للنشاط الاقتصادي لدولة معينة تتفاوت فيما بينها من حيث تأثرها بالأحداث الاقتصادية بصفة عامة، هذا التباين في التأثير في الظروف الاقتصادية يرجع في الأساس إلى عوامل داخل الصناعة بما فيها مدى اعتماد الصناعة على العنصر البشري ودرجة التقدم التكنولوجي وما إلى ذلك.

ويمكن القول أن المعلومات المتاحة عن تلك الأمور تؤثر على قرارات الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت المكونة لتلك الصناعة¹.

¹ هندي ، منير إبراهيم، (2015) ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، ص211.

المبحث الثاني - تصنيف الأسهم العادية وقيمتها الحقيقية و السوقية

1-2-1- مفهوم و تعريف الأسهم العادية

يعتمد الكثير من المستثمرين على الأسهم في استثمارهم المالي كأداة مالية متميزة بمشاركة حملتها مع أصحاب القرار في الأرباح والخسائر على حد سواء، فهي أداة ملكية تعطي الحق لحاملها أن يكون شريكاً ولو بجزء بسيط في رأس مال الشركة، وتعتبر من الأدوات المهمة في سوق الأوراق المالية لما لها من وظيفة الربط بين من هم في حاجة إلى الأموال وبين من لديهم أموال في حاجة إلى استثمارها، ويرجع تاريخ الأسهم إلى بداية القرن السابع عشر¹، حيث قام الهولنديون بابتكارها (أداة السهم) على أساس أنها طريقة لجمع الأموال تختلف عن القروض، حيث كان يُعطى ممولي أي شركة إيصالا يوضح أنه في مقابل قيامهم بالتمويل فإنهم يملكون حصة من الشركة، وبالتالي فإنهم ليسوا مقرضين بل مالكيين.

هي "عبارة عن حصة في ملكية المنشأة، تخول لصاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الآخرين، كما يحق لحامل السهم العادي الاشتراك في إدارة المنشأة"².

أو "أنها الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين، سواء في أرباح الشركة خلال مدة بقائها، أو في أصولها عند تصفيتها"³.

وتصدر الأسهم العادية غالباً في فئة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات، إلا أن ذلك لا يمنع صدورها أحياناً في فئات متعددة بمزايا مختلفة مثل: أسهم عادية فئة (أ) ، ذات مراكز مميزة في الحصول على الربح، لكن لا تتمتع بحقوقها كاملة في التصويت، وأسهم عادية فئة (ب)، لها مركز أقل من حيث الربح لكن لها حق كامل في التصويت⁴.

و هو عبارة عن "أداة مالية تمثل مقدار ما أسهم به في رأس مال الشركة، المعبر عنه بصك لإثبات ملكية المساهم، له قابلية التداول، ذو خاصية الأجل الطويل، ويعطي لمالكه حقوقاً خاصة"

¹ بيكيت ، مايكل ، (2006) ، كيف تعمل البورصة ؛ دليل المستثمر الصغير ، ص 9

² خان ، محمد يونس وغرابية ، هشام صالح ، (1986)، الإدارة المالية ، ص 196

³ مطر ، محمد ، (2009)، إدارة الاستثمارات، ص 212.

⁴ هندي ، منير صالح ، (2006) ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، ص 6.

إذن فالسهم هو عبارة عن عملة بوجهين:

الوجه الأول: هو عبارة عن الحصة المقدمة من طرف المساهم إلى الشركة المساهمة، وهو يمثل جزء من رأس مال الشركة.

الوجه الثاني: هو عبارة عن صك يعطي للمساهم إثباتاً لحصته.

1-2-2-1- قيم السهم العادي وتصنيفات الأسهم:

- القيمة السوقية:

عرف غيت مان القيمة السوقية " بأنها السعر الذي يتداول به السهم في وقت معين في سوق رأس المال"¹.

أو هي السعر الذي يتم التعامل به في سوق الأوراق المالية، وهي لا تتسم بالثبات بل بالتقلب من وقت لآخر، وتحدد القيمة السوقية للسهم في ضوء الظروف الاقتصادية العامة وأداء الشركة المتوقع².

هذه القيمة لا تتصف بالثبات بل تكون متقلبة ومتغيرة من وقت لآخر، لذا فإنها تمثل إجماع السوق على قيمة السهم باعتبارها قيمة توازنية بين العرض والطلب"³.

ويتم تعريفها أيضا بأنها " قيمة السهم العادي في السوق المالية، وتحدد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب على السهم المعروض للتداول في السوق، وتتميز هذه القيمة بعدم الاستقرار فهي تتقلب باستمرار تبعاً لتغير توقعات المستثمرين بشأن عائد ومخاطرة السهم والحالة الاقتصادية للبلاد، وعادة ما يدخل هذه التوقعات عنصر الإشاعات، وعدم اعتمادها على التحليل السليم"⁴.

¹ Gitman , L. , (2009) , Finance- Principles of Managerial Finance, P 242

² الشنطي ، أيمن ، وشقر ، عامر ، (2007) ، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي ، ص 69.

³ العارضي ، جليل كاظم ، الشمري ، أرشد عبد الأمير ، (2012) ، استراتيجيات الإدارة المالية ، ص 171.

⁴ Hoover , Scott , (2006), Stock Valuation and Essential guide to Wall Streets most popular valuation models , P26.

- القيمة الحقيقية:

يتم تعريف القيمة الحقيقية "بأنها القيمة العادلة أو المقبولة، أو القيمة التي تبرزها الحقائق المتمثلة في الموجودات والأرباح وتوزيعات الأرباح، وآفاق النمو المستقبلية، وتحسب هذه القيمة للسهم العادي من خلال تقدير التدفقات النقدية، وتوزيعات الأرباح والفوائد أو الخسائر الرأسمالية الناتجة عن الاستثمار في الأسهم"¹.

- القيمة الدفترية:

تحدد القيمة الدفترية للسهم استناداً إلى السجلات المحاسبية للمنشأة، فهي تقيس القيمة التاريخية لذلك الجزء من الموجودات (الاستثمارات) في المنشأة الذي جرى تمويله بأموال الملكية. يمكن حساب القيمة الدفترية للسهم بسهولة عن طريق قسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية المصدرة². لكن بصفة عامة عند تقييم الاستثمار عن طريق القيمة الدفترية، يُعاب عليها أنها تعتمد على البيانات التاريخية للمنشأة وليست المستقبلية³.

- القيمة الاسمية:

تمثل القيمة التي تتبين في شهادة السهم، وهي القيمة المثبتة في عقد المنشأة عند تأسيسها، وغالباً ما يكون لها قيمة اسمية واحدة، إذ تحدد هذه القيمة في عقد الشركة⁴.

- قيمة الإصدار:

تمثل القيمة التي تصدر بها الأسهم، ويمكن أن تكون مساوية القيمة الاسمية، أو أكبر منها، ولا يجوز أن تكون أقل من القيمة الاسمية.

¹ النعيمي ، عدنان تايه ، والتميمي ، أرشد فؤاد، (2019)، الإدارة المالية المتقدمة، ص 119.

² العامري، محمد إبراهيم علي، (2013)، الإدارة المالية الحديثة، ص510.

³ Khan , M., and Jain,P.,(1994), Financial Management , P4.

⁴ عبد الحليم ، محمد فرح، (2006)، الأسواق المالية و البورصات ، ص56

- القيمة البديلة:

تمثل قيمة الورقة المالية عند مقارنتها بقيمة ورقة مالية بديلة لمنشأة أخرى، يعاب على القيمة البديلة عدم قدرتها على تحديد المنشآت التي يمكن استخدامها عند المقارنة، حيث يصعب وجود منشأة بديلة مناسبة، بسبب اختلاف أساليب الإدارة في المنشآت، والظروف البيئية التي تعمل بها المنشآت وغيرها¹

- القيمة التصفوية:

تمثل المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم العادي نتيجة تصفية المنشأة وبيع أصولها لكن بعد استبعاد الالتزامات المترتبة عليها، وأن المبلغ المتبقي وراء عملية التصفية يقسم على عدد الأسهم العادية.

تصنيف الأسهم العادية:

تصنف الأسهم العادية بموجب معايير ومؤشرات عديدة تبعاً لأدائها وسلوكها في مختلف الظروف الاقتصادية كما يلي²:

• الأسهم الموافقة:

تتمثل بالأسهم التي يتوقع أن تبقى مستقرة أو متزايدة أثناء مرحلة الركود الاقتصادي وتدهور الأعمال والتقلبات الحادة في الأسواق المالية.

• الأسهم الدورية:

وتتمثل بالأسهم التي يرتبط مستوى أسعارها وأرباحها مع الحالة الاقتصادية العامة، فهي أسهم تعود لشركات سريعة التأثير بتغير الاقتصاد.

• الأسهم المضاربة:

تعبر عن الأسهم التي يتأمل المستثمر تزايد أسعارها مستقبلاً، وبدلاً من استناد قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية للشركة، فإن المستثمرين في هذه الأسهم يراهنون على أن ما قد يستجد من معلومات ووسائل للإنتاج سوف يؤثر إيجاباً في زيادة أسعار أسهم الشركة، وتميل هذه الأسهم للتقلب كلما توفرت معلومات جديدة.

¹ الحناوي، محمد صالح ، وآخرون ، (2005) ، الاستثمار في الأسهم و السندات، ص 47- 45

² Gitman , L. , Joehuk , M. ,Smart ,S., (2013) , Fundamentals of Investing , P189.

• الأسهم الناجحة:

تعود هذه الأسهم لشركات ناجحة كبيرة ومعروفة، أي أنها أسهم أصدرتها شركات فائدة في ميدان صناعتها، وتتسم بكفاءة وفاعلية أدائها، وتقديمها لمنتجات مختلفة و ذات جودة عالية.

• أسهم الدخل:

يتم شراء هذه الأسهم من قبل المستثمرين بهدف الحصول على المقسوم النقدي من الأرباح، كما تقدم هذه الأسهم شكلاً منتظماً من توزيعات الدخل، وهي قابلة للتنبؤ بها مستقبلاً.

1-2-3- القيمة الحقيقية والقيمة السوقية للسهم:

تعتبر القيمة السوقية للشركة عن قيمتها كما يمثلها سعر سهم الشركة، وبالتالي يمكن أن تكون القيمة السوقية أقل أو أعلى بكثير من القيمة الحقيقية للشركة.

غالباً ما يتم احتساب القيمة السوقية لشركة مدرجة بالحصول على سعر السهم الحالي وعدد الأسهم القائمة للشركة وطالما أن القيمة السوقية للشركة يتم الحصول عليها من سعر سهمها الحالي، فهي لا تعكس دائماً القيمة الدقيقة للشركة لذلك يمكن اعتبار القيمة السوقية للشركة مجرد تقدير للميل أو التوجه العام تجاه الشركة وهذا بسبب حقيقة أن القيمة السوقية تمثل الطلب والعرض في السوق¹.

تكون التنبؤات حول قيم السهم السوقية عادة مبنية على الأحكام الشخصية للأفراد المتعاملين في السوق، كما وتختلف هذه التنبؤات من شخص لآخر، وعليه فإن هذا الاختلاف يكون سبباً في عدم ثبات سعر السوق بالنسبة للأسهم العادية، لذلك تكون القيمة السوقية للسهم أعلى أو معادلة أو أقل من قيمتها الحقيقية، وتتوقف هذه على تقديرات حملة الأسهم والمتعاملين بالأوراق المالية لربحية الشركة في المستقبل ولمقدار الأرباح المتوقع توزيعها، والحالة الاقتصادية العامة، ومستوى التضخم، وأسعار الفائدة، حيث يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم مع انخفاض أسعار الفوائد على الودائع²، وتزداد القيمة السوقية للسهم كلما حققت الشركة نجاحاً في مستوى إنتاجها ومبيعاتها وكلما وزعت الشركة أرباحاً جيدة على المساهمين

¹ زهرة ، شادي أحمد، مرجع سابق ، ص132.

² عقل ، مفلح ، (2000) ، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، ص 130.

مقارنة بالشركات الأخرى، وأيضاً تزداد القيمة السوقية لأسهم الشركات كلما كانت هناك مؤشرات مستقبلية إيجابية حول تقدم الشركة وتطورها¹.

يؤدي المطلعون دوراً هاماً في التأثير على أسعار الأسهم السوقية، والمطلعون كما عرفتهم لجنة الأوراق المالية والبورصة : " هم المدراء (أعضاء مجلس الإدارة) وموظفو الشركة وأي مالك مستفيد من الشركة، وكذلك الصحفيين العاملين في الشركة والمتخصصين الماليين الذين يمتلكون مهارات تحليلية مميزة "، وسبب تسميتهم بالمطلعين، لأنهم بحكم المواقع والمهام التي يؤديها أكثر اطلاعاً على الحوادث والظروف والمعلومات الخاصة والتي تؤثر على القيمة السوقية (والتي تكون غير متوفرة للمشاركين الآخرين)².

والقيمة الحقيقية " هي عملية تحقيقية يقوم بها المستثمر الذكي للتأكد من إمكانية الاستثمار مثل فحص العمليات وإدارتها والتأكد من الحقائق الجوهرية"³.

ويتغير حساب هذه القيمة، تبعاً للتغير في الحقائق وتغير ظروف الاقتصاد الوطني المستقبلية ونمو القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وعادة ما تتساوى القيمة الحقيقية للسهم مع قيمته في السوق في حالة توفرت معلومات أساسية وجديدة عن الشركة، ولجميع المستثمرين في سوق رأس مال يتسم بالكفاءة، ومن الممكن أن تختلف قيمة السهم في السوق عن قيمته الحقيقية بسبب المضاربة والتلاعب في أسعار الأسهم في السوق، وعدم توفر المعلومات عن الشركة أو التكلفة العالية للحصول على المعلومات أو الإفصاح غير الكافي عن المعلومات من قبل الشركة و التحليل الخاطئ للمعلومات من قبل المستثمرين.

¹ كراجه ، عبد الحليم ، وآخرون ، (2002) ، الإدارة والتحليل المالي ، ص 90.

² هندي ، منير صالح ، مرجع سابق ، ص8.

³ King , Alfred , (2008), Executives Guide to Fair Value Profiting from The Valuation Rules , P76.

المبحث الثالث - تحليل وتقييم الأسهم العادية

1-3-1- فكرة تقييم الأسهم ومبرراتها:

إن عملية التقييم تُعنى بالمحافظة على السعر التوازني وتلافي أي خلل أو انحراف سلبي قد يطرأ على إيجابية العلاقة التي يفترض أن تسود بين العائد والمخاطرة المحتملة نتيجة للقيام ببيع وشراء الأوراق المالية، أي أن العائد المتوقع لا بد وأن يتناسب مع المخاطر المحتملة^١. وبالتالي يمكن القول أن التقييم هو "ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه السعر السوقي للأوراق المالية، وذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم على أساس وجود علاقة طردية بين العائد و المخاطرة"^٢.

أو التقييم "هو عملية تحليلية يقوم بها شخص متخصص يهدف من ورائها إلى تحقيق هدف معين غالباً ما يتمثل بتحديد قيمة شيء ما خلال فترة زمنية محدودة، من خلال هذا التعريف يمكن استخلاص الخصائص الأساسية للتقييم، والتي تتمثل في (القيم، والهدف والشيء محل التقييم، والفترة الزمنية للتقييم، والقيمة)"^٣.

كما ويتم تعريف التقييم "بأنه احتراف التقدير وتحديد الأسعار التي تستحقها قيمة أي موجود كون أن الهدف من أي استثمار هو إيجاد الموجودات التي تكون قيمتها أكبر من كلفها، وإن التفهم السليم لعملية التقييم ضروري لقرارات الاستثمار الحقيقي والمالي، وتحديد المحفظة الاستثمارية وقرارات التمويل"^٤.

أو التقييم: "هو تقدير القيمة الحقيقية للسهم، وهي تلك القيمة التي تبرزها حقائق اقتصادية ومالية تتمثل بقيمة موجودات الشركة والأرباح التي تحققها وتوزيعات الأرباح الحالية والمتوقعة ومعدلات النمو في الأرباح ومقارنتها بسعر السهم السائد في السوق المالية لتحديد فيما إذا كان السهم مسعراً تسعيراً مضخماً أو مخفضاً، واتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة للاحتفاظ أو شراء أو بيع السهم"^٥.

^١ توفيق ، سعيد، (1999)، الاستثمار في الأوراق المالية، ص29.

^٢ شاكر، نبيل، (2006)، الإدارة الفعالة للأموال و المشروعات، ص 357.

^٣ الغالي ، بن ابراهيم ، محمد عدنان ، بن ضيف ، (2019) ، الأسواق المالية الدولية : تقييم الأسهم و السندات، ص 103

^٤ Hiriyappa , B. .(2008), Investment Management: Securities and Portfolio Management, P180.

^٥ العامري ، محمد إبراهيم علي ، (2013)، الإدارة المالية الحديثة ، ص 505.

وقد عرف داموداران التقييم " بأنه توقع العوائد المستقبلية التي يمكن للشركة أن تقدمها باستخدام معدل خصم مناسب أو هو تقييم قيمة الأصل بناء على المتغيرات المتعلقة بالعوائد المستقبلية، أو من خلال المقارنة المباشرة مع الأصول المماثلة¹.

أما تقييم الأسهم " فيتم تعريفه بأنه المنظومة التي من شأنها تحديد سعر بيع السهم في السوق مستقبلاً من خلال استخدامها لمجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم على أساس وجود علاقة طردية بين العوائد والمخاطر، من خلال ذلك يمكن القول أن عملية تقييم الأسهم تسعى إلى تعديل الانحرافات السلبية في العلاقة الطردية سابقة الذكر عند اتخاذ القرارات الاستثمارية في السوق المالي².

ومن هذه التعاريف ترى الباحثة أن القيمة هي ذلك المبلغ المالي الذي يستعد المستثمر أن يدفعه مقابل الحصول على أصل ما في السوق.

ويمكن تطبيق التقييم لعدة أغراض منها³:

- إدراك أي من الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها أو أيها مقيمة بأعلى من قيمتها.
- توجيه المستثمر لشراء الأسهم أو للاحتفاظ بها أو بيعها.
- فهم السوق (حيث أن أسعار الأسهم الحالية في السوق هي نتيجة لتوقعات المستثمرين حول أداء المتغيرات التي تؤثر على سعر السهم، على سبيل المثال: نمو الأرباح والعائد المتوقع، حيث يمكن للمحللين تقدير هذه التوقعات من خلال مقارنة أسعار السوق بالقيمة الجوهرية للسهم).
- إدارة المحافظ: تقييم الأسهم (حقوق الملكية) هو نقطة البداية لبناء محفظة من الأسهم، كونه أداة أكثر قوة عند استخدامه في سياق المجموعة، لأنه يخفف من مخاطر السوق المتنوعة.
- التواصل: يوفر التقييم مناقشة بين الشركة والمحللين والمستثمرين لتقييم أداء الشركة والسياسات المستقبلية.

¹ Damodaran , A ,(2002), Investement valuation : Tools and Techniques for Determing The Value of Anyasset , P6.

² الشاورة ، فيصل محمود ، (2008) ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية و العملية، ص 89.

³ Stowe ,D., Roberson ,R., et Al , (2010), Equity Asset Valuation, P122.

وإن عملية التقييم لا تكون واضحة إلا بتحديد العوامل التي لها تأثير مباشر وغير مباشر على الأسعار في البورصة المالية والتي تنقسم إلى¹ :

عوامل مباشرة (تحت السيطرة):

وتتمثل في منظومة العوامل أو المتغيرات التي لها تأثير مباشر على الأسعار السوقية للأوراق المالية بشكل عام وعلى الأسهم العادية بشكل خاص، و التي تنقسم لما يلي:

أ- كفاءة السوق: من حيث التخصيص الأمثل للموارد والتشغيل بأقل تكلفة ممكنة

للمعاملات والقدرة على التحويل لنقدية بسهولة ومدى الكفاءة للمعلومات.

ب- أداء الشركات: من حيث مؤشرات الربحية وهيكل رأس المال والسيولة والأهمية النسبية لسعر السهم.

ت- رشد المستثمر: من حيث المؤهل والخبرة والدخل والنوع والعمر ومكان الإقامة،

وذلك للتعرف على مدى مساهمة وتأثير كل عامل من تلك العوامل على الأسعار

السوقية للأوراق المالية، وبالتالي تسهيل مهمة السيطرة عليها، والتحكم فيها من

خلال المشاركة في تعزيز وتعميق العناصر الإيجابية ومن ثم استثمارها إلى أقصى

حد ممكن، والمشاركة في معالجة وتحييد العناصر السلبية وبالتالي تخفيضها إلى

أدنى حد ممكن وكل ذلك بهدف تحقيق أقصى ما يمكن من العوائد بأقل ما يمكن

من التقلبات، وبالتالي الاستحواذ على القرار الكفؤ في بورصة الأوراق المالية.

عوامل غير مباشرة:

وهي لا تقل أهمية بأي حال من الأحوال عن العوامل المباشرة من حيث تأثيرها على أسعار البيع أو

الشراء في السوق، والتي تتمثل بالطبع بالكثير من المتغيرات الاقتصادية والسياسة والتي يمكن إدراجها

كالتالي:

أ- حالات الانكماش والانتعاش الاقتصادي والتي تتمثل في حالات الارتفاع والانخفاض

في أسعار السلع والخدمات.

¹ زهرة ، شادي أحمد ،مرجع سبق ذكره ، ص146-147.

ب- ارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة على القروض والودائع.

ت- زيادة أو انخفاض معدلات الضرائب على الأرباح وبالتالي زيادة وانخفاض التوزيعات من الأرباح السنوية.

ث- مدى الاستقرار السياسي والاجتماعي (اضطرابات - الحروب) على المستوى الداخلي أو الخارجي.

ج- الكوارث الطبيعية كالبراكين والزلازل.

ولكون هذه المتغيرات تعد من المتغيرات التي تكون خارج نطاق السيطرة ولا يمكن تلافيها، بالتالي لا بد للمستثمر المطالبة بالتعويض عنها قبل دخوله في هذا الاستثمار أو ذاك، الأمر الذي ينعكس إيجاباً أو سلباً على القيمة الحقيقية للسهم والتي على أساسها يزداد العرض أو يقل الطلب على الورقة المالية ويتم قبول القيمة أو رفضها أو بمعنى آخر اتخاذ قرار الشراء أو البيع الملائم.

1-3-2- تحليل الأسهم العادية:

تمثل مداخل التحليل نظاماً يحتوي على تقنيات تشخيص وتقييم الأوراق المالية المستهدفة (مدخل التحليل الأساسي) وتقنيات وأساليب دراسة حركة الأسعار واكتشاف نمط معين تسلكه في المستقبل القريب (مدخل التحليل الفني) قصد اتخاذ القرار المناسب.

وبالتالي يتم تحليل الأسهم على مستويين:

1-2-3-1- التحليل الأساسي:

تختلف المفاهيم الخاصة بمدخل التحليل الأساسي وتعدد، إلا أن جميعها تتفق في النهاية على هدف واحد، فيعرف التحليل الأساسي "على أنه دراسة قوة الشركة المالية، بناء على البيانات التاريخية، ووضع قطاع الصناعة والإدارة، وتاريخ توزيع الأرباح والرسملة، وإمكانات النمو في المستقبل، والمزيج من المعلومات التاريخية والوضع المالي، ويتم استخدام هذه المجموعة من المعلومات لتحديد قيمة الاستثمار في الأوراق المالية للمقارنة بين ورقة مالية وأخرى"¹.

¹ Thomsett , C., (2006), Getting Started in Fundamental Analysis , P162.

ويعرف التحليل الأساسي بأنه: "دراسة المعلومات الداخلية لسوق الأوراق المالية على حالتها"¹، كما أن هذا المدخل يعني "تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح والتدفقات المستقبلية للمؤسسة محل التحليل، ويرتكز هذا على فلسفة وأفكار مستمدة من نظريتي الاستثمار والتقييم، حيث يبدأ بمرحلة التشخيص من جمع وتحليل للمعلومات ليتم بعد ذلك في مرحلة ثانية وهي قياس قيمة ما ستؤول إليه الأسهم"².

أو "بأنه علم استخدام القوائم المالية للشركات لتحديد قيمتها فيما يتعلق بنمو الأرباح المحتملة، فالمحللون الأساسيون يستخدمون التنبؤات الاقتصادية المتوقعة في التركيز على القطاعات التي يتوقع منها أن تولد زيادة في المبيعات والأرباح، وعليه فإنه يتم تقييم الشركة ضمن هذه الصناعات لتحديد أي أسهم يتم شراؤها"³.

ويقوم هذا التحليل على فلسفة مفادها أن لكل ورقة مالية قيمتان: قيمة سوقية تتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب، وقيمة محورية أو حقيقية يتم حسابها وفقاً لعدة نظريات ونماذج بحيث أن الفرق بين القيمتين هو الذي يحدد القرار الذي على المستثمر اتخاذه (بيع أو شراء).

ينتهج أصحاب هذا المدخل أي الأساسيون منهجية متسلسلة في تقييم وتحليل الأوراق المالية بغية الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية محل الدراسة، حيث يقومون أولاً بعملية جمع المعلومات وتشخيص كل الظروف التي تساعد على التنبؤ بخصائص الورقة أي التدفقات المستقبلية (معدل المردودية) والمخاطرة المصاحبة لهذه التدفقات تليها عملية التقييم للوصول أخيراً إلى القيمة الحقيقية ومن ثم اتخاذ القرار المناسب، إذ نلاحظ بأن المرحلة الأولى تستغرق وقتاً أطول وجهداً أكبر نظراً لحساسيتها وتأثير مخرجاتها بشكل أساسي على عملية التقييم ومن ثم القيمة الحقيقية للورقة المالية⁴.

وبالتالي يتم في هذه المرحلة تحليل وتشخيص المعلومات والعوامل على مستوى الاقتصاد الكلي والجزئي، امتداداً إلى الظروف الخاصة بالشركة نفسها، وبناء على ذلك يمكن تجزئة هذا النوع من التحليل في ثلاثة أجزاء⁵:

¹ الحناوي ، محمد صالح ،(2000) ،تحليل وتقييم الأسهم والسندات ، ص 102 .

² الحناوي ، محمد صالح ، مصطفى ، نهال ، ابراهيم العبد ، جلال ،(2004)،الاستثمار في الأسهم و السندات، ص 311 .

³ Faerber, E., (2008), All About Stocks ,P162.

⁴ نوري موسى ، شقيري، (2007) ، الأسواق المالية و آليات التداول ، ص 160 .

⁵ Bodie, Z ., Kane, A. , (2012), Investements and Profolio Management , P376.

أ - تحليل اقتصاد كلي مبني على المؤشرات الأساسية للاقتصاد الكلي:

مثل هيكل أسعار الفائدة، معدلات التضخم، الناتج المحلي، وكما يرتبط أيضا بالدورة الاقتصادية أي بظروف الازدهار الاقتصادي أو الكساد.

ب- التحليل الجزئي:

الذي ينصب على الظروف العامة للقطاع أو الصناعة التي تنتمي لها الشركة، مثل المنافسة، مخاطر الصناعة، القوانين الحكومية التي لها علاقة بالصناعة.

ت - تحليل على مستوى الشركة نفسها:

حيث تنصب على عوامل مثل حجم الشركة، مستوى نشاطها، ونوعية المنتج والإدارة، وحوكمة الشركة. أما المرحلة التالية وهي مرحلة التقييم فإنها تتم باستعمال إحدى الطرق المتواجدة في هذا الشأن حيث نجد أن المحلل يهتم بشكل أساسي بدراسة التقارير السنوية والقوائم المالية للمؤسسة. إذن وبناء على ما سبق فإن التحليل الأساسي يهدف إلى اكتشاف الأوراق المالية المقيمة بغير قيمتها الحقيقية وإلى اكتشاف فرص البيع والشراء، إذن فهو يجب أساسا على السؤال التالي: أي ورقة مالية ينبغي على المستثمر القيام بشرائها؟

1-2-3-2- التحليل الفني:

يتم تعريف التحليل الفني بأنه: "دراسة حركة السوق وليس السلع والبضائع المتداولة به، والتحليل الفني هو علم تسجيل ورصد - عادة في شكل بياني- جميع المعلومات الخاصة بالتداول (السعر، حجم التداول، تاريخ التداول) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم، ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل من الصورة التاريخية المرسومة"¹.

¹ المهيلمي ، عبد المجيد ، (2004) ، أداة النجاح في البورصة ؛ التحليل الفني للأسواق المالية ، ص47.

أو هو "عملية تهدف إلى تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم، إذن فحركة الأسعار في الماضي وفقاً لهذا المدخل تعد مؤشراً يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها المستقبلية".¹

أما روبرت فوجد أنه "علم رصد وتسجيل جميع المعلومات الخاصة بالتداول لسهم معين، أو مجموعة من الأسهم (عادة في شكل بياني)، ثم استنتاج الاتجاه المستقبلي للأسعار من الصور التاريخية المرسومة".²

ويتم تعريف التحليل الفني أيضاً على أنه "دراسة لكيفية تحركات الأسعار الماضية والحاضرة في سوق مالية معينة قد تساعد على تحديد الاتجاه في المستقبل".³

وعادة ما يتم التمييز بين فئتين من المحللين الفنيين⁴:

أ- مستعملي الرسوم البيانية:

يستعملون الرسوم البيانية باعتبارها أهم أداة بحوزتهم، وقد يلجؤون إلى استعمال بعض الطرق الكمية والاعتماد على الرسوم البيانية الذاتية كونه يرتبط بقدرات كل محلل على اكتشاف وفهم الاتجاهات السعريّة، ولذا يقال عادة " فن استعمال وقراءة الرسوم البيانية".

ب- المحلل الفني الإحصائي (الكمي):

ينطلق من الأدوات الذاتية المستعملة لدى الفئة الأولى، ويقوم باختبارها وتطويرها للوصول إلى أنظمة تداول آلية، تحدد بشكل آلي الوقت المناسب للبيع والشراء، ويكمن الهدف من ورائها في تقليص أثر العامل البشري والذاتي في عملية التداول إضافة إلى إضفاء صبغة علمية عليها.

وأخيراً للتمييز بين الفئتين يمكن القول أن كل مستعمل للرسوم البيانية هو محلل فني، غير أن كل محلل فني لا يستعمل بالضرورة الرسوم البيانية، وهو على عكس التحليل الأساسي الذي ينصب على الظروف الاقتصادية، فهو ينصب على ظروف السوق المالي ومؤشراته ومستوى كفاءته، لذا يعتبر هذا التحليل

¹ الحناوي ، محمد صالح ، مرجع سابق ، ص 139.

² Robert , Edwards , John , Magi, (2001) , Technical Analysis of Stock Trends , P3.

³ Chen , J. , (2010), Essentials of Technical Analysis for Financial Markets.

⁴ فهد العمري ، ماجد ، (2023) ، التحليل الفني ، ص 10-11.

مكماً للتحليل الأساسي، ويتوقف مدى نجاحه على مستوى كفاءة السوق المالي، وعلى طبيعة المؤشرات التي يوفرها للمتعاملين، مثل مؤشرات وأحجام التداول وتقلبات الأسعار.

1-3-3- مقاربات تقييم الأسهم العادية:

يمكن تقسيم النماذج النظرية العديدة لتقييم حقوق الملكية إلى مجموعتين¹:

أولاً: نماذج التقييم المطلق: (Absolute Valuation Models)

في نماذج التقييم المطلق، يتم تحديد قيمة الأسهم من خلال الخصائص المحددة لشركة معينة أي على المعلومات الأساسية للشركة: تتضمن الطريقة عموماً تحليل المعلومات المالية المختلفة التي يمكن العثور عليها في البيانات المالية للشركة أو المشتقة منها، قد تكون هذه القيمة مساوية أو لا تساوي سعر السوق، وذلك اعتماداً على توزيعات الأرباح والمخاطر المستقبلية ومعدلات النمو مقارنة بتوقعات السوق، حيث تعتمد معظم نماذج التقييم المطلق على نهج التدفقات النقدية المخصومة (DCF)، لأن الفكرة الرئيسية لمعظم هذه النماذج، هي أن القيمة الأساسية للأصل تساوي التدفقات النقدية المخصومة بمعدل خصم مناسب.

حيث تعتبر نماذج القيمة الحالية في نظرية التمويل الأكاديمي بمثابة النهج الأساسي لتقييم حقوق الملكية، منطوق هذه النماذج هي أن قيمة الأصل بالنسبة للمستثمر يجب أن تكون مرتبطة بالعوائد التي يتوقع المستثمر الحصول عليها من امتلاك هذا الأصل.

إذ يعرض نموذج القيمة الحالية أو نموذج التدفقات النقدية المخصومة لتقييم حقوق الملكية قيمة الأسهم العادية على أنها القيمة الحالية أو المخصومة للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة.²

ثانياً: نماذج التقييم النسبي: (Relative Valuation Models)

يتمثل الهدف في التقييم المطلق بالعثور على القيمة الجوهرية للأصل بالنظر إلى خصائص التدفق النقدي والنمو والمخاطرة.

¹ Kozlow ,R., (2009), Valuation of Unlisted Direct Investment Equity , P35.

² Stowe ,D., Roberson,R., et Al ,(2010), Equity Asset Valuation , P46-47.

بينما يكون الهدف من التقييم النسبي هو: تقييم الأصول بناء على كيفية تسعير الأصول المماثلة في السوق.

تقوم نماذج التقييم النسبي على قانون السعر الواحد وهو النظرية الاقتصادية القائلة أنه: إذا كان هناك أصلان متشابهان في السوق، يجب أن يباع بأسعار متماثلة.

يوجد خطوتان في تطبيق تقنيات التقييم النسبية بشكل صحيح، الأولى هي وجوب توحيد أسعار الأسهم و جعلها قابلة للمقارنة، ويتم ذلك عن طريق تحويلها إلى مضاعفات للأرباح أو القيم الدفترية أو المبيعات، والثانية، وجوب العثور على شركات مماثلة لمقارنة المضاعفات القياسية من أجل تحديد دقتها النسبية، ويمكن القول أنها عبارة عن استخلاص قيمة المؤسسة عن طريق إجراء مقارنة مباشرة مع مؤسسات مشابهة، وبناءً على هذا المبدأ تقوم هذه الطريقة على إيجاد أصل متطابق أو على الأقل مشابه له، ويشار إلى هذه الطريقة أحياناً بطريقة الرسملة المباشرة حيث تتكون من عمليات حسابية لبعض النسب في المؤسسات المشابهة¹.

"إذا في نماذج التقييم النسبي، يتم تقييم الشركة بنفس سعر الشركات التي لها خصائص مماثلة أو مشابهة، أي تتعامل طريقة التقييم النسبية مع حساب النسب المالية الرئيسية للشركات المماثلة واشتقاق نفس النسبة للشركة المستهدفة، وهو ما يسمى أيضاً بتحليل الشركات المقارنة.

أحد الأمثلة هو استخدام نسبة السعر إلى الأرباح لمتوسط الصناعة لقيمة الشركة، والافتراض هو أن الشركات الأخرى في الصناعة قابلة للمقارنة مع الشركة التي يتم تقييمها. ومن المضاعفات الأخرى الشائعة استخدام نسبة السعر إلى القيمة الدفترية، حيث تعتبر الشركات التي تباع بخمسة على القيمة الدفترية مقارنة بالشركات الأخرى المماثلة مقومة بأقل من قيمتها في السوق، أيضاً يتم استخدام مضاعف الإيرادات لتقييم الشركات، مع استخدام متوسط نسب مبيعات الأسعار للشركات ذات الخصائص المتشابهة للمقارنة، في حين أن هذه المضاعفات الثلاثة هي من بين أكثر المضاعفات استخداماً إلا أن هناك مضاعفات أخرى تلعب أيضاً دوراً في التقييم والتحليل والبحث عن القيمة الجوهرية للأصل المالي"².

¹ مفلح ، هزاع، خلف ، أسهمان، (2020) ، الأسواق المالية ، ص 423-420.

² Damodran , A., (2012) , Investment Valuation : Tools and Techniques For Determining The Value of any Asset , P 35-36.

تم في الفصل الأول من هذه الرسالة التعرف على مفهوم القيمة والتقييم وما تنطوي عليه من مصطلحات ذات صلة، وبعد أن تم تناول أساسيات الأسهم العادية من حيث (مفهومها، تعريفها، تصنيفها، قيمها، تحليلها، مقاربات تقييمها)، لا بد من توضيح كيفية الوصول إلى القيمة الحقيقية للاستثمارات المالية وبشكل خاص الأسهم.

يعتقد معظم المستثمرين أنهم يحسبون استثماراتهم على النحو الأمثل من القرارات المنبثقة على أساس توقعات تغيرات الأسعار المستقبلية والتقديرية من مخاطر الاستثمارات البديلة ومع ذلك؛ في الواقع فإن القرار الفعلي حول مقدار ما يجب تخصيصه لسوق الأوراق المالية يستند إلى حسابات غير دقيقة، ولا يستطيع المستثمرون في كثير من الأحيان تقييم أو توقع العوائد على هذه الفئات المختلفة من الأصول، سبب ذلك أن المستثمرين يشعرون في كثير من الأحيان أن ليس لديهم فكرة عما يمكن توقعه من تغيرات الأسعار المستقبلية لهذه الأصول ومقدار المخاطرة الموجودة بالإضافة إلى التشوهات في الأرباح الإجمالية الناتجة عن التضخم أو غيرها. إن تقييم الأسهم في السوق ليس بالمهمة السهلة، وهو أحد الأسباب الذي يجعل المستثمرين يستخدمون مجموعة واسعة من مقاييس التقييم للقيام بذلك، حيث تخضع أسواق الأسهم لتقلبات أحيانا نتيجة للظروف المحيطة، وبالتالي فإن السؤال المطروح على المستثمرين هو كيف يمكنهم التنبؤ بدقة بتقييم سوق الأوراق المالية على المدى الطويل؟

بالرغم من أن التقييم عملية شائعة في صناعة القرار الاستثماري، إلا أنها عملية تعتبرها نظرية السوق الكفاء عملية غير مثمرة، حيث أن المشاركين في السوق عقلائيون وجميع المعلومات المتعلقة بالسهم مسعرة بالفعل مع ذلك؛ الأسواق قد تخطئ في تسعير الأصول من وقت لآخر، مما يؤدي إلى فرق بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية، ولكي يتمكن التحليل الأساسي من التقييم، يجب أن يكون السوق على هذا النحو الذي يوجد فيه فرق بين قيمة السهم الحقيقية وقيمتها السوقية، وأن يكون هذا الاختلاف بشكل معقول، وقابلاً للاكتشاف بالطرق الكمية، حيث يتمكن المستثمرون من استغلال هذا الفرق وتحقيق العوائد، فإذا تم الوصول إلى قيمة معقولة لشركة ما يمكن حينها اتخاذ قرارات صحيحة بشأن الاستثمار من عدمه، ووفقاً لبوفيت Buffet W. "فمن الأفضل بكثير شراء شركة رائعة بسعر عادل من شراء شركة بسعر رائع"، وبالتالي كلما كان التقييم أكثر دقة كلما كان الأكثر ربحية لأنه سيكون مدركاً للسعر العادل.¹

¹ Buffet , W., 1990, "letter to Shareholders of Berkshire Hathaway".

الفصل الثاني

تصنيفات نماذج تقييم الأسهم

المبحث الأول- تصنيفات أساسية (نماذج التقييم المطلق)

يمتلك معظم المستثمرين اليوم فكرة ضبابية حول قيمة الاستثمارات الحقيقية، وما يجب أن تكون عليه أسعارها، من الممكن أن يكونوا قادرين على الحكم إذا كان أحد الأسهم أعلى من سعره بالنسبة للآخر، لكن مع استمرار ارتفاع الأسعار بمرور الوقت، ومع الاعتقاد باستمرار ارتفاع الأسعار في المستقبل ولسنوات مقبلة، يتعين على المستثمرين إعادة تقييم استثماراتهم بشكل ثابت، والجدير بالذكر هو تعدد المداخل المعتمدة في التقييم، فضلاً عن الاختلافات بين هذه المداخل والتي تؤدي إلى اختلافات كبيرة في النتائج التي يتم الوصول إليها، وكثيراً ما نجد أن الطرق السهلة والسريعة التطبيق هي الأكثر استخداماً، مقابل التضحية بالدقة والسلامة في طرق أخرى¹. وبشكل عام يمكن التمييز بين عدة مداخل أساسية لنماذج التقييم المستخدمة، وهي الآتية:

1-1-2 نماذج التدفقات النقدية المخصومة (DCF):

تقوم نماذج التدفقات الحرة المخصومة على النقد المتاح للتوزيع، ولكن لا يتم توزيعها بالضرورة على المساهمين.

يمكن تقييم الأسهم العادية، إما عن طريق خصم مباشر للتدفقات النقدية الحرة إلى حقوق الملكية Free Cash Flow to Equity (FCFE)، أو بشكل غير مباشر من خلال حساب قيمة الشركة باستخدام التدفق النقدي الحر للشركة ثم طرح رأس المال من غير الأسهم، ويكون الدين و الأسهم الممتازة عادة من هذه القيمة.

يتم حساب Free Cash Flow to Firm (FCFF) عن طريق تعديل الأرباح التشغيلية قبل الفائدة والضريبة بالنفقات غير النقدية والاستثمارات في رأس المال الثابت والعامل، لهذا يطلق على التدفقات النقدية الحرة FCFF للشركة التدفقات غير المخصومة أو غير المرفوعة، وتمثل التدفق النقدي المتاح لمقدمي رأس مال الشركة، بمجرد أن تدفع الشركة جميع نفقات التشغيل بما في ذلك الضرائب والنفقات اللازمة لدعم القدرة الإنتاجية.

¹ توفيق ، جميل أحمد، (2013) ، أساسيات الإدارة المالية ، ص 475- 474 .

استناداً إلى ما سبق أعلاه، توجد طريقة ذات صلة لتقييم التدفقات النقدية الحرة المخصومة، وهي استخدام FCFF بدلاً من FCFE، باستخدام هذه الطريقة يتم الحصول على قيمة الشركة ككل من خلال خصم التدفقات النقدية المتوقعة للشركة، أي التدفقات النقدية بعد تغطية جميع مصاريف التشغيل والضرائب، ولكن قبل مدفوعات الديون، بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.¹

تسمح هذه النماذج بتقييم الشركة بناء على ما يولده نشاطها من تدفقات نقدية في المستقبل، وهكذا تحسب القيمة عن طريق خصم هذه التدفقات، وبحسب هذا الافتراض فإن المستثمرين لا يهتمون بنشاطات الشركة قدر اهتمامهم بما يتوقعون الحصول عليه من خلال هذه النشاطات، فنجد أن تقييم الأوراق المالية يرتفع كلما ازدادت التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من قبل حاملها.

وهناك ثلاثة أجزاء يجب الاهتمام بها لسلامة تقدير قيمة التدفقات النقدية المخصومة وهي² :

- تحديد الفترة الخاصة بالتوقع: فمن غير المعقول القيام بالتوقع طيلة مدة بقاء الشركة مستمرة لأنها غير معلومة، وتحسب التدفقات النقدية بالاعتماد على التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها ومعدل النمو في هذه التدفقات أو من خلال مخطط الأعمال الذي تعده الشركة لثلاث أو خمس سنوات قادمة.
- اختيار معدل خصم مناسب: وهو ما يسمى بتكلفة رأس المال، ويتوقف هذا المعدل على المردود المنتظر وأيضاً على الخطر المتوقع، والمقصود بهذا هو احتمال تحقيق هذا المردود من عدمه.

إذاً.. لتقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم وفقاً لنماذج التدفقات النقدية المخصومة يصبح لزاماً على المستثمرين تقدير الأرباح المستقبلية للسهم، حيث يهتم المستثمر في الأسهم بتقييم أوراقه المالية بنفسه أو باستعمال خدمات المتخصصين، وذلك بغرض معرفة مردودية استثماراته في تلك الأسهم والمدة الزمنية اللازمة لاسترجاع أمواله، وعليه فإن سعر السهم في البورصة يتحدد وفقاً لتقديرات المتعاملين لتلك النتائج المحققة والتي يمكن أن يعبر عنها بواسطة التدفقات النقدية، الأرباح المحققة من قبل الشركات أو الأرباح الموزعة على المستثمرين، والتي يمكن استخدامها في الحصول على القيمة الحالية للسهم.

¹ مفلح ، هزاع ، خلف ، أسهمان ، مرجع سبق ذكره ، ص 420.

² حماد، طارق عبد العال ، مرجع سبق ذكره ، ص 31.

وهنا توجد عدة طرق تستخدم في عملية تقييم الأسهم أو تقدير قيمتها الحقيقية، والتي تختلف باختلاف أساليب التعبير عن تقديرات المستثمرين للنتائج الحالية المتوقعة للشركة المصدرة للأسهم والجهة المهتمة بالتقييم وكذلك الغرض منه.

وإن أهم أنواع نماذج تقييم الأسهم المطلقة هي نماذج القيمة الحالية، ففي نظرية التمويل تعتبر نماذج القيمة الحالية النماذج الأساسية لتقييم الأسهم، فالقاعدة الأساسية التي تقوم عليها هذه النماذج هي أن قيمة الأصل بالنسبة للمستثمر يجب أن تكون مرتبطة بالعوائد التي يتوقع الحصول عليها من امتلاك هذا الأصل، والتي هي عبارة عن التدفقات النقدية للأصل.

إن التدفقات النقدية المستقبلية للاستثمار في الأسهم غير معروفة ومحفوفة بالمخاطر، وبالتالي فإن أفضل طريقة هي خصم التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من هذا الأصل، وذلك عن طريق اختيار معدل الخصم المناسب والذي سيعكس خطورة هذه التدفقات. ولا ينظر للتدفقات النقدية المستقبلية على أنها التوزيعات التي يمكن أن يحصل عليها المستثمر، وإنما التدفقات النقدية الاستثمارية والتشغيلية المستقبلية للوصول إلى قيمة الشركة اليوم¹، إذن فقيمة السهم هي حصة التدفقات النقدية التي تولدها الشركة لأصحابها، مخفضة بمعدل العائد المطلوب. وهذا هو المبدأ الأساسي في التقييم، كما تم تطويره من قبل جون ويليامز²، ويعبر عن قيمة السهم بواسطة هذا النموذج بالعلاقة التالية³:

$$V = \sum_{t=1}^n CF_t / (1 + r)^n \quad (1-2)$$

حيث أن :

r: معدل الخصم الذي تخضع به التدفقات النقدية المتوقعة، وهو المعدل الذي يكون مناسباً لخطورة التدفقات النقدية

n: عدد السنوات التي تتولد خلالها التدفقات النقدية

CF: التدفقات النقدية للفترة t

¹ محفوظ ، جبار، (2002)، الأوراق المتداولة في البورصات والأوراق المالية ؛ الجزء الثاني، ص 34-33.

² John ,W., (1937) , The Theory of Investement Value , P615 .

³ David , T., Jason , A., (2013), Valuation Techniques: Discounted Cash Flow , Earning Quality , Measures of Value Added , and Real Options, P93-104.

يعتبر هذا النموذج هو النموذج العام للتدفقات النقدية؛ ويمكن تمييز حالتين للتدفقات النقدية:

- الاحتفاظ بالسهم لفترة محددة ثم بيعه، وتكون التدفقات النقدية المرتبطة بالسهم هي عبارة عن توزيعات الأرباح السنوية التي يقرر مجلس الإدارة توزيعها بالإضافة إلى سعر مبيع السهم في نهاية فترة الاحتفاظ.
- الاحتفاظ بالسهم مدة لا نهائية، وهنا تكون التدفقات النقدية المرتبطة بهذا السهم هي عبارة عن توزيعات الأرباح السنوية التي يقرر مجلس الإدارة توزيعها فقط.

إن اختلاف الفترة التي يرغب فيها المستثمر للاحتفاظ بسهمه وبمعدل نمو التوزيعات التي سيحصل عليها تؤدي إلى اختلاف العلاقة المستخدمة، ففي حال رغبت المستثمر في الاحتفاظ بسهمه بشكل دائم وكان معدل النمو ثابتاً، فيتم الاستناد إلى العلاقة التالية لإيجاد القيمة الحقيقية للسهم:

$$DCF = \frac{CF}{K} \quad (1-1-2)$$

أما في حال رغبت المستثمر في الاحتفاظ بالسهم لمدة غير منتهية وكان معدل النمو في التوزيعات يزداد وبمعدل نمو ثابت، فيمكن عندها صياغة النموذج على الشكل الآتي لحساب القيمة الحقيقية:

$$DCF = \sum_{i=1}^n \frac{CF_0 (1+g)^i}{(1+K)^i} \quad (2-1-2)$$

حيث:

g : معدل النمو الثابت في التوزيعات

ويمكن تبسيط النموذج السابق:

$$DCF = \frac{CF_1}{K-g} \quad (1-2-1-2)$$

إن يتم تحديد قيمة الأسهم العادية في نماذج خصم التدفقات النقدية من خلال التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة في البسط، ومعدل العائد المطلوب في المقام.

حيث أن التدفقات النقدية ستختلف من أصل إلى آخر وسيكون معدل الخصم دالة لمخاطر التدفقات المقدرة، وذلك لأغراض تحديد قيمة الورقة المالية.

ويمكن حساب التدفقات النقدية المخصومة بعدة طرق، حيث يتم النظر في ثلاثة نماذج، وتعتبر المسارات الرئيسية للتدفقات النقدية المخصومة:

- نماذج خصم التوزيعات Dividend discount models
- نماذج الدخل المتبقي Residual income models
- نماذج التدفقات النقدية الحرة Free cash flow discount models

بالنسبة للأسهم العادية فإن أحد أنواع التدفقات النقدية المألوفة هي توزيعات الأرباح، وهي عبارة عن التدفقات النقدية المدفوعة للمساهمين على شكل توزيعات الأرباح، ويسمى نموذج القيمة الحالية القائم على توزيعات الأرباح بنموذج خصم توزيعات الأرباح.

2-1-2- نماذج التوزيعات المخصومة (DDM):

صمم نموذج خصم التوزيعات، لأول مرة من قبل وليمس سنة 1931¹، ويعتبر هذا النموذج من أكثر النماذج استخداماً في تقييم الأسهم العادية، يعد هذا النموذج تطبيق واضح للأساسيين أو ما يسمى بالتحليل الأساسي.

ولأن الهدف من هذا النموذج هو إيجاد قيمة السهم الحقيقية، المتمثلة بجمع القيمة الحالية لسلسلة متنامية من توزيعات الأرباح المستقبلية، والتي تخضع كل مرحلة من مراحل هذه السلسلة عند معدل خصم معين أو معدل عائد مطلوب يتلاءم مع درجة مخاطرتها².

يعتمد هذا النموذج بشكل رئيسي على توزيعات الأرباح المتوقعة باعتبارها تدفقات نقدية، ويفترض هذا النموذج أن توزيعات الأرباح التي تدفعها الشركات هي التدفق النقدي الوحيد الذي يحق للمساهم الحصول عليه.

¹ Madura, J. , (1995) , Financial Markets and Institutions , P 260.

² حماد ، طارق عبد العال، (2000) ، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، ص 139.

الصيغة العامة لهذا النموذج¹:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+K)^t} \quad (2-2)$$

حيث أن:

V: القيمة الحقيقية للسهم

D: توزيعات الأرباح المتوقعة

K: معدل الخصم

ويتضح من خلال هذا النموذج العام أن قيمة السهم دالة لنصيب السهم الواحد من الأرباح، ويتجاهل التدفقات النقدية المتوقعة من سعر بيع السهم وذلك بافتراض أن المستثمر يدفع السعر أو يطلب السعر بناء على توقعاته لمقدار نصيبه من الأرباح عند نقطة زمنية معينة²، لكن بالمقابل هذا الافتراض قد يكون محل تساؤل عن القيمة الحقيقية لأسهم الشركات التي لا يتوقع أن تدفع أرباح، فهل هذا يعني أن السهم ليس له قيمة؟

ترتبط قيمة السهم في هذه الحالة بمستوى النمو المتوقع لهذه التدفقات، وبالتالي فإن المستثمر يحدد القيمة على أساس هذا النمو، حيث تركز نماذج خصم توزيعات الأرباح على سياسة توزيعات الأرباح التي تتبناها الشركات ونمط التوزيعات المتوقعة ومعدل نموها يحدد النموذج المناسب للتقييم، وهنا يجب أن نشير إلى أن نمط التوزيعات المتوقعة يمكن أن يكون في أي صورة من الصور التالية³:

• نموذج النمو الصفري في التوزيعات Zero Growth DDM:

ويطلق عليه أيضا بنموذج إروين فيشر، وينطلق من افتراض أساسي مفاده أن الأرباح الموزعة نهاية كل سنة مالية ثابتة لفترة غير منتهية، يعبر هذا النموذج عن الحالة التي يحصل فيها حامل السهم على مقدار ثابت من التوزيعات (نسبة نموها تساوي الصفر)، بمعنى أن $D_1 = D_2 = D_\infty$ ، وفي ظل هذه الفرضية فإنه يتم تبسيط النموذج العام المذكور أعلاه بنموذج مبسط يحتوي على نفس المعلومات الواردة

¹ النعيمي ، عدنان تايه ، والتميمي ، أرشد فؤاد، مرجع سبق ذكره ، ص116.

² Tiku, M., (2016), "Applicability of Dividend Discount Models and Free- Cash Flow Models for Equity Valuation" , P24.

³ هندي، منير إبراهيم، مرجع سبق ذكره ، ص305-283.

في النموذج العام، وتحسب القيمة الحقيقية للأسهم على أساس النموذج المبسط من خلال المعادلة التالية¹:

$$V = \frac{D}{K} \quad (3-2)$$

وهنا تجدر الإشارة إلى أنه لحساب قيمة السهم في ظل هذه الحالة يتبقى أن نفرق بين الاستثمار في السهم لفترة محدودة والاستثمار لفترات متعددة اعتماداً على خاصية أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق². تطبيق هذا النموذج يتطلب معرفة الأرباح المتوقع توزيعها نهاية كل سنة لمدة غير محدودة لذلك فهو غير واقعي؛ مما يجعله غير قابل للاستخدام العملي.

• نموذج النمو الثابت في التوزيعات Constant Growth DDM

نظراً لعدم منطوق افتراض ثبات نصيب السهم من الأرباح إلى اللانهاية وفقاً للنموذج الصفري، قدم جوردن نموذج عام 1963 لاحتساب القيمة الحقيقية للسهم وفقاً لمعدلات نمو ثابتة مستديمة اعتماداً على الافتراضات التالية:

❖ المستثمر يتجنب المخاطر من خلال تفضيله للأرباح الحالية.

❖ عدم التأكد من الأرباح المتوقعة يزداد كلما طال أمد التنبؤ.

❖ الأرباح تنمو بمعدل نمو ثابت g وبنسبة أقل من معدل الخصم K

وبموجب هذه الافتراضات فإن صيغة النموذج الرياضية³:

$$V = D_0 (1 + g) / K - g \quad (4-2)$$

أو يمكن أن تكتب بالشكل:

$$V = D / K - g \quad (1-4-2)$$

¹ Eugene, F., and Besley, S., (2007), Essentials of Managerial Finance, P203.

² الغالي، بن ابراهيم، محمد عدنان، ضيف، (2019)، الأسواق المالية الدولية- تقييم الأسهم و السندات، ص 163.

³ Platt, H., Demirkan. S., Platt, M., (2010), "Free Cash Flow :Enterprise Value and Investor Caution", P5.

حيث أن:

g : معدل النمو الثابت في التوزيعات المستقبلية المتوقعة

يبدو ومن مكونات هذه المعادلة فإنها شديدة الحساسية للمتغيرات المحددة لها، حيث أن زيادة معدل الخصم بنسبة ضئيلة تؤدي إلى انخفاض مضطرب في قيمة السهم (علاقة عكسية)، أو أن زيادة أو انخفاض في كل من التوزيعات المستقبلية المتوقعة ومعدل نموها يؤدي إلى تغير في نفس الاتجاه بالنسبة لسعر السهم (علاقة طردية).

إن ثبات معدل نمو التوزيعات فرضية نظرية، إلا أن إمكانية تطبيقها واردة في حالة أن التباين في معدل النمو يكون طفيفاً من سنة إلى أخرى، وعند حساب قيمة السهم فإنها تقارن بالقيمة السوقية، فإذا كانت أكبر فإن القيمة السوقية مغالى فيها وينصح عندها بالبيع، أما إذا كانت أقل فإن القيمة السوقية أقل مما يجب، وهنا يجب توجيه المزيد من محفظة أوراقه المالية للاستثمار فيه¹.

• نموذج النمو متعدد المراحل Multistage Growth DDM:

ويطلق على هذا النموذج بنموذج النمو المتعدد، على أساس أن معدل النمو المستقبلي للتوزيعات لا تظل على وتيرة واحدة، وترتبط هذه الحالة بالشركات حديثة الإنشاء حيث تتغير توزيعاتها من الأرباح تبعاً للمرحلة التي تمر بها (انطلاق - نمو - نضوج - زوال)، ويجب تقسيم عملية إيجاد القيمة الحالية للتوزيعات المستقبلية المتوقعة إلى مراحل تختلف حسب تغيير نمط معدل النمو، حيث مع هذا التقسيم يسهل حساب قيمة السهم.

وينظر الكثير من المحللين الماليين على أن الشركات عموماً لها مرحلتين للنمو، المرحلة الأولى وهي مرحلة النمو الأساسي (أو ما يعرف بمرحلة النمو الطبيعي)، والمرحلة الثانية أو (مرحلة النمو غير الطبيعي).

¹ النعمي، عدنان تايه، و التميمي، أرشد فؤاد، مرجع سبق ذكره، ص 118-119.

ووفقاً لمرحلة النمو هذه فإن القيمة الحقيقية للسهم تحسب وفقاً للآتي¹:

$$V = \frac{D_0 (1+g_1)}{K-g_1} \left[1 - \frac{1+g_1^n}{1+k} \right] + \frac{1+g_1^n}{1+k} \frac{D_0(1+g_2)}{k-g_2} \quad (5-2)$$

إذ أن:

g_1 : تمثل مرحلة النمو الطبيعي الأول

g_2 : تمثل مرحلة النمو الثانية ويجب أن تكون أقل من معدل الخصم K

وطبقاً لما سبق يمكن تحديد القيمة الحقيقية للسهم من خلال الخطوات التالية:

- تقدير التوزيعات النقدية لكل سنة خلال فترة عدم ثبات النمو.
- تحديد سعر السهم المتوقع في نهاية فترة النمو غير الثابتة.
- تحديد القيمة الحالية للتوزيعات النقدية لكل سنة خلال فترة عدم ثبات النمو والقيمة الحالية لسعر السهم المتوقع في نهاية النمو غير الثابت، حيث تكون مجموع تلك القيم مساوية للقيمة الحقيقية للسهم.

○ الحالات الخاصة لتطبيق نموذج النمو المتعدد:

سبق القول أن هذا النموذج لا يشترط تساوي معدل النمو والخصم ولا سيما في مرحلة النمو الأساسية ولكن هناك حالات خاصة وفق الآتي:

أ- تساوي معدل النمو ومعدل الخصم في مرحلة النمو الأساسية $k=g$ وفي هذه الحالة فإن

$$V = D_0 N + \frac{D_0 (1+g_2)}{K-g_2}$$

ب- توزيعات الأرباح في مرحلة النمو الأساسية تساوي الصفر (D_0) وبالتالي:

$$V = \frac{1}{1+k^n} + \frac{Dg_2}{k-g_2}$$

¹ Jordan, B., Miller, T., (2008), Fundamentals of Investments Valuation and Management , P177.

3-1-2 نماذج الدخل المتبقي:

تم مناقشة أسهم الشركات التي تدفع توزيعات فقط، أما بالنسبة للشركات التي لا تدفع توزيعات فقد تم إيجاد نموذج يمكن استخدامه لمثل هذه الشركات وهو نموذج الدخل المتبقي¹.

للدخل المتبقي كمفهوم اقتصادي تاريخ طويل يعود للاقتصادي مارشال عام 1800، وفي عام 1920، استخدمت شركة جنرال موتورز مفهوم الدخل المتبقي في تقييم أقسام شركتها، وحالياً أصبح الدخل المتبقي أكثر أهمية، وعلى الرغم من استخدام هذا المفهوم في قياس أداء الشركات الداخلي إلا أنه استخدم فيما بعد في مجال تحديد القيمة الحقيقية للسهم².

شاع استخدام نماذج التدفقات النقدية الحرة المخصصة بعد الثمانينيات وذلك عندما اقترح أولسون الاقتراب الجديد المسمى "الدخل المتبقي"، والذي كان له تأثير كبير.

يمثل الدخل المتبقي صافي الدخل مطروحاً منه تكلفة الفرصة البديلة، أي تكلفة رأس المال أو معدل العائد المطلوب، ويعتمد الدخل المتبقي على فرضية أنه لكي تضيف الشركة ثروة إلى مالكيها يجب أن تكسب على رأس المال المستثمر أكثر من التكلفة الإجمالية لرأس المال هذا.

لقد تمت الإشارة إلى نموذج الدخل المتبقي بأسماء متنوعة، مثل الدخل المتبقي، والربح الاقتصادي، والأرباح غير الطبيعية المخصصة، والربح الزائد وغيرها.

تستند جميع أشكال النماذج المذكورة أعلاه إلى المبدأ نفسه، ولكنها تضع افتراضات مختلفة قليلاً في التنفيذ.

يبدأ نموذج الدخل المتبقي بالافتراضات نفسها حول قيمة السهم مثل DDM³:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+K)^t} \quad (6-2)$$

$$B_t = B_{t-1} + E_t - D_t \quad (7-2)$$

¹ Jordan , B., Miller , T., (2008) , Fundamentals of Investments Valuation and Management, P180- 181.

² Stowe , D., Robinson, R., et Al , (2010), Equity Asset Valuation, P210.

³ مفلح ، هزاع ، خلف ، أسمهان، مرجع سبق ذكره ، ص422- 421.

حيث أن:

B: هي القيمة الدفترية ، و E: هي الأرباح ويمكننا إعادة كتابتها على الشكل الآتي :

$$D_t = E_t - (B_t - B_{t-1}) \quad (1-7-2)$$

نطرح منها من الصيغة الأولى فيصبح لدينا:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{E_t - (B_t - B_{t-1})}{(1+K)^t} \quad (8-2)$$

وبعد إجراء بعض العمليات الجبرية، يمكن كتابة الصيغة الأخيرة على الشكل الآتي:

$$V_0 = B_0 \sum_{i=1}^n \frac{E_t - (B_t - K B_{t-1})}{(1+K)^t} \quad (9-2)$$

$$E_t = ROE_t \times B_{t-1} \quad (10-2) \quad \text{على اعتبار أن :}$$

يتم التعبير عن الصيغة غالباً، على الشكل أدناه:

$$V_0 = B_0 \sum_{i=1}^n \frac{[(ROE_t - K) B_{t-1}]}{(1+K)^t} \quad (11-2)$$

بناء عليه تتحدد قيمة الشركة بحسب القيمة الدفترية الحالية B_0 ، والأرباح غير العادية ممثلة بالصيغة

$$(ROE_t - K) B_{t-1} \quad (12-2):$$

ومما سبق يكون المستثمر مستعداً لدفع علاوة على القيمة الدفترية لسهم الشركة إذا كانت تلك الشركة قادرة على توليد معدل عائد على الملكية أعلى من تكلفة رأس المال، بمعنى أن الشركة تعطي دخلاً متبقياً موجباً.

إن ميزة طريقة تقييم الدخل المتبقي هي إمكانية التعبير عنها بالكامل محاسبياً، ومن ثم تقليل أخطاء التقدير عند تطبيق النموذج، ويجدر التنويه إلى أن الافتراضات في نماذج خصم التوزيعات بخصوص تقدير القيمة النهائية ضرورية في النموذج.

إن الميزة الرئيسية لنموذج الدخل المتبقي هي أن المستثمر يحتاج فقط لتقدير الفرق بين قيمة الشركة والقيمة الدفترية، بينما في نماذج خصم التوزيعات يجب تقدير قيمة الشركة نفسها.

"هذا ويمكن استخدام نموذج الدخل المتبقي بالاقتران مع النماذج الأخرى، وذلك لتقييم ثبات النتائج التي تم الحصول عليها واتساقها.

ويمكن استخدام نموذج الدخل المتبقي لإنشاء المضاعفات السوقية مثل نسبة السعر للربح، والقيمة يمكن أن تحدد باستخدام نموذج الدخل المتبقي مقسوماً على الأرباح للوصول إلى مضاعف الربحية، وبالتزامن مع منهج التقييم النسبي فإن منهج الدخل المتبقي يقترب كثيراً من نسبة السعر للقيمة الدفترية، حيث ترتبط نسبة السعر إلى القيمة الدفترية للسهم مباشرة بالأرباح الصافية المتبقية المتوقعة المستقبلية¹

2-1-4- التقييم القائم على الأصول (القيمة و النمو):

Book Value, Liquidation Value, or Replacement Cost

يرتبط التقييم القائم على الأصول ارتباطاً وثيقاً باستثمار القيمة، الذي يرجع تاريخه إلى بنجامين غراهام Graham ودافيد دوود Dodd ، وذلك بعد سنوات عديدة من الكساد الكبير، والارتباك في قيم الأسهم².

بحث غراهام في أسعار الأسهم، وحدد لأول مرة ما يشبه النهج العلمي لتقييمها، حيث وجد أن قانون تناقص العوائد في الاقتصاد التنافسي يعني: أن النمو لا يخلق قيمة دوماً، علاوة على أنه لا يكون ثابتاً.

لذلك اقترح غراهام تقييم الأسهم القائمة على أساس القيمة السوقية للأصول الملموسة الحالية للشركة أولاً، فقد لاحظ وأنه نظراً لأن القيمة الدفترية للأصل في الميزانية تعكس التكلفة التاريخية، فقد تنحرف بشكل كبير عن القيمة السوقية، إذا زادت القوة المكتسبة للأصل، أو انخفضت بشكل ملحوظ، ومن ثم تحتاج إلى تعديل (يقترح تعديل القيمة الدفترية للأصل لتعكس تكاليف إعادة الإنتاج للأصل، لأن هذه التكاليف هي ما يتعين على المنافس تكبدها لدخول السوق)، فعندما تكسب شركة عوائد فائضة في اقتصاد

¹ Stowe , D., Robinson, R. ,et Al, (2010), Equity Asset Valuation, P258.

² Graham, B., and Dodd , D., (1934) , Security Analysis , P725.

تتفاصي؛ سندخل شركات جديدة العمل، وتتنخفض تلك العوائد، حيث ستستمر هذه العملية إلى أن تصبح تكلفة إعادة إنتاج الأصول اللازمة للشركة الجديدة لدخول السوق أكبر مما يمكن للعوائد الزائدة أن تبرره¹.

وبالتالي تقوم هذه الطريقة على تجميع القيمة الدفترية للأوراق المالية المتداولة بالشركة، إلا أن المشكلة هي استعمال القيمة التاريخية للأصول والخصوم المسجلة في الدفاتر كقيمة سوقية، أما في الواقع فإن القيمة الدفترية والقيمة السوقية تتباعدان باستمرار، لذلك فإن المقيمين يحاولون تعديل مدخلات الميزانية وفقا للقيمة السوقية للوصول إلى دقة أكبر²، وتعرف هذه الطريقة أيضا بالقيمة الدفترية (التكاليف الأصلية ناقصا الاهلاك) ، حيث يتم حساب التكلفة الأصلية للأصول ويطرح منها الخصوم والاحتياطيات (مثل: مخصصات الاهلاك والديون المعدومة) للوصول إلى مقدار حقوق الملكية ومنها الحصول على القيمة الدفترية للأسهم العادية، وعادة ما يتم استبعاد الأصول غير الملموسة عند حسابها للحصول على القيمة الدفترية الملموسة لكل سهم. ومع ذلك لا يكفي تصحيح القيمة الدفترية المبلغ عنها لتعكس تكاليف إعادة الإنتاج، وذلك لأن بعض الأصول لا تنعكس في الميزانية العمومية، حيث تتطلب عملية التقييم القائمة على الأصول إعادة حساب الأصول الحقيقية غير النقدية.

تمثل نفقات البحث والتطوير والإعلان على سبيل المثال، تكلفة للداخلين الجدد إلى السوق، والتي لا تنعكس في الميزانية العمومية.

وللقيام بالتعديل يجب إجراء التقديرات لتعكس المصروفات على عدد السنوات التي سيحتاج إليها المنافس من استثمارات من أجل الدخول إلى السوق، من ثم يتم رسمة هذه المصروفات وإدراجها في قيمة الأصول، ليتساوى عندها مجموع القيم الدفترية قيمة الشركة.

ويمكن ملاحظة القصور الكامن في هذه الطريقة؛ فاعتماد القيمة المسجلة في الدفاتر وتعدد طرق الاهلاك واختلافها لا يمت لحقيقة القيمة الاقتصادية للأصول بأية صلة، والتي تأخذ القدرة المستقبلية على تحقيق الإيرادات وأخذ المنافع بعين الاعتبار، إذ أن التقييم وفق هذا المدخل يكون مضللا إلى حد كبير³.

¹ مفلح ، هزاع ، خلف ، أسمهان ، مرجع سبق ذكره ، ص 410.

² حماد ، طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص 30.

³ توفيق ، جميل أحمد ، مرجع سبق ذكره ، ص479-477.

تتطلب التعديلات المنوه عنها أعلاه بعض الافتراضات الصعبة والشخصية بخصوص القيم، وقد فضل غراهام الأسهم التي كانت تباع بأقل من تكاليف إعادة إنتاج أصولها الحالية بعد دفع جميع الالتزامات، حيث لا تتطلب مثل تلك الأصول أي تعديل^١.

^١ مفلح ، هزاع ، خلف ، أسمهان ، مرجع سبق ذكره، ص 422.

المبحث الثاني- تصنيفات أساسية (نماذج التقييم النسبي)

يتمثل الهدف في التقييم المطلق بالعثور على القيمة الجوهرية للأصل بالنظر إلى خصائص التدفق النقدي والنمو والمخاطرة. بينما يكون الهدف من التقييم النسبي هو: تقييم الأصول بناء على كيفية تسعير الأصول المماثلة في السوق.

تقوم نماذج التقييم النسبي على قانون السعر الواحد وهو النظرية الاقتصادية القائلة أنه: إذا كان هناك أصلان متشابهان في السوق، يجب أن يباع بأسعار متماثلة.

يوجد خطوتان في تطبيق تقنيات التقييم النسبية بشكل صحيح الأولى: وجوب توحيد أسعار الأسهم و جعلها قابلة للمقارنة ويتم ذلك عن طريق تحويلها إلى مضاعفات للأرباح أو القيم الدفترية أو المبيعات. والثانية: وجوب العثور على شركات مماثلة لمقارنة المضاعفات القياسية من أجل تحديد دقتها النسبية، ويمكن القول أنها عبارة عن استخلاص قيمة المؤسسة عن طريق إجراء مقارنة مباشرة مع مؤسسات مشابهة، وبناء على هذا المبدأ تقوم هذه الطريقة على إيجاد أصل متطابق أو على الأقل مشابه له¹.

ويمكن التمييز بين عدة طرائق رئيسة تستخدم مختلف المضاعفات وهي شائعة الاستخدام في الاقتراب النسبي، لتقييم الأسهم العادية، وهي الآتية:

1-2-2- مضاعفات السعر:

○ مضاعف الربحية P/E:

يعبر هذا المؤشر عن العلاقة بين سعر السهم وربحيته ويسمى بمضاعف الربحية، وكثيراً ما ينظر المستثمرون إلى هذه النسبة بوصفها مؤشراً على قيمة الشركة، يعني ارتفاع هذه النسبة أن المستثمرين متفائلين حول مستقبل الشركة، وأن انخفاض هذه النسبة تعني أن المستثمرين متشائمين حول مستقبل الشركة، وأن سعر البيع منخفض نسبياً مع الأرباح.

يتم احتساب هذه النسبة على النحو الآتي: مضاعف الربحية = سعر السهم / ربحية السهم²

¹ مفلح ، هزاع ، خلف ، أسهمان ، مرجع سبق ذكره ، ص 423.

² العامري،(2007)، الإدارة المالية ، ص 119.

وكلما ارتفع مضاعف الربحية لسهم ما دل على أن المستثمرين يدفعون سعراً أعلى مقابل كل وحدة ربح، وبالعكس أيضاً.

○ نسبة السعر إلى القيمة الدفترية P/B:

هي نسبة مالية تقيس قيمة السهم السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية، وتحسب هذه النسبة على النحو الآتي:

نسبة سعر السهم إلى القيمة الدفترية = سعر السهم في السوق / القيمة الدفترية للسهم الواحد

تعكس هذه النسبة ما إذا كان السهم مبالغاً في تقييمه أو دون قيمته الفعلية حسب سجلات الشركة المحاسبية، فإذا كانت النسبة أكبر من الواحد فهذا يشير إلى أن السوق يقيم السهم بأكثر من قيمته الدفترية ما قد يعكس توقعات نمو مستقبلية.

إذا كانت النسبة أقل من الواحد فهذا يعني أن السهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية أو أن هناك مشكلات في أداء الشركة.

○ نسبة السعر إلى المبيعات P/S:

هي مقياس مالي يستخدم لتقدير قيمة الشركة من خلال مقارنة سعر سهمها بإيراداتها، وتحسب هذه النسبة عن طريق قسمة سعر السهم الحالي على المبيعات السنوية لكل سهم أو على النحو الآتي:

نسبة سعر السهم إلى المبيعات = القيمة السوقية / إجمالي الإيرادات

تستخدم هذه النسبة لتقييم الشركات خصوصاً تلك التي تحقق أرباحاً منخفضة أو سلبية، حيث تكون مقاييس مثل نسبة السعر إلى الربحية غير فعالة، فتشير النسبة المرتفعة إلى المبالغة في تقييم السهم ما لم تكن مدعومة بتوقعات نمو قوية، أما النسبة المنخفضة فتشير إلى أن السهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية.

¹ Bodie , Z., Marcus, A., (2014), Investments, P548.

² Fisher. D., Gordan , R. ,(2001), Security Analysis and Portfolio Management , P323.

○ نسبة سعر السهم إلى التدفق النقدي P/CF:

هي نسبة تستخدم لتقييم سعر السهم مقارنة بالتدفقات النقدية التشغيلية التي تولدها الشركة.

تساعد هذه النسبة المستثمرين على فهم فيما إذا كان السهم مبالغاً في قيمته أو مُقيماً بأقل من قيمته الحقيقية مقارنة بما تولده الشركة من نقد فعلي¹.

تعتبر هذه النسبة بديلاً مهماً لنسبة السعر إلى الأرباح خاصة عندما تكون الأرباح غير مستقرة أو متأثرة بعوامل محاسبية، لأن التدفق النقدي يصعب التلاعب به محاسبياً مقارنة بالأرباح التي تحققها الشركة².

2-2-2- مضاعفات قيمة الشركة:

○ القيمة الاقتصادية المضافة إلى المبيعات (EV/Sales):

تعمل نسبة القيمة الاقتصادية المضافة إلى المبيعات كأداة تحليلية لتقييم كفاءة الأداء المالي للشركة، وتعتبر عن مدى قدرة الشركة على تحقيق قيمة مضافة بعد تغطية تكلفة رأس المال المستثمر، وتحسب هذه النسبة على النحو الآتي:

القيمة الاقتصادية المضافة إلى المبيعات = القيمة الاقتصادية المضافة / صافي المبيعات

وتعني النسبة الإيجابية أن الشركة تحقق أرباح تتجاوز تكلفة رأس المال مما يدل على خلق قيمة للمساهمين، وتمكن من مقارنة أداء الشركة عبر فترات زمنية مختلفة ومع شركات أخرى في نفس القطاع³.

بالتالي كلما كانت النسبة أكبر كان ذلك مؤشراً إيجابياً يدل على كفاءة الشركة في استخدام مواردها.

○ القيمة الاقتصادية المضافة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب (EV/EBIT):

تستخدم نسبة القيمة الاقتصادية المضافة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب كمؤشر لقياس كفاءة الشركة في توليد قيمة اقتصادية مضافة من أرباحها التشغيلية وإيراداتها وتحسب على النحو الآتي:

¹ Penman, S., (2013), Financial Statement Analysis and Security Valuation, P145.

² السيد ، سامي ، (2018) ، التحليل المالي - مدخل صناعة القرار ، ص 204.

³ Garant, J.,(2003), Foundations of Value Added , P 63.

القيمة المضافة إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب = القيمة المضافة / الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

تُظهر هذه النسبة مدى قدرة الشركة على تحقيق أرباح تتجاوز تكلفة رأس المال المستثمر، وكلما ارتفعت هذه النسبة، دل ذلك على أن الشركة تحقق قيمة مضافة أكبر بالنسبة لكل وحدة من الأرباح التشغيلية. بمعنى آخر تشير النسبة المرتفعة لمدى فعالية الشركة في استخدام رأس المال لتحقيق أرباح تفوق تكلفة رأس المال المستثمر مما يساعد في تقييم الأداء المالي الحقيقي للشركة.

○ نسبة القيمة الاقتصادية المضافة إلى الربح قبل الفوائد و الضرائب و الاهلاك و الاهتلاك (

:EV/EBITDA)

هي مؤشر يستخدم لتقييم مدى كفاءة الشركة في خلق قيمة مضافة من أرباحها التشغيلية ويحسب على النحو الآتي:

القيمة المضافة إلى الربح قبل الفوائد والاهتلاك = القيمة المضافة / الأرباح قبل الضرائب والاهتلاك.

كلما كانت هذه النسبة أكبر كان ذلك مؤشراً إيجابياً على قدرة الشركة على تحقيق أرباح تشغيلية مما يشير إلى خلق قيمة اقتصادية للمساهمين عن طريق تحقيقها لمعدل عائد يتجاوز تكلفة رأس المال المستثمر.

تستخدم هذه النسبة لفهم العلاقة بين الأرباح النقدية والقيمة المضافة مما يساعد على توجيه الاستثمارات المستقبلية¹.

3-2-2- المضاعفات الخاصة بالقطاع:

○ نسبة السعر إلى النمو في الأرباح (PEG Ratio) :

تستخدم نسبة السعر إلى النمو في الأرباح في تقييم الأسهم وتأخذ في الاعتبار معدل نمو أرباحها، وهي تعتبر تطويراً لنسبة السعر إلى الأرباح حيث تأخذ في الحسبان النمو المتوقع في أرباح الشركات وتحسب على النحو الآتي:

نسبة السعر إلى النمو = نسبة السعر إلى الربحية / معدل النمو في الأرباح السنوي

¹ Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., (2010), Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies, PP485-386.

تساعد هذه النسبة المستثمرين على تحديد ما إذا كان سعر السهم يعكس وبشكل عادل آفاق النمو المستقبلية للشركة، فهي تضيف بعد النمو لعملية تقييم الأسهم ما يجعلها أداة أكثر دقة لتقدير القيمة العادلة للسهم، على عكس نسبة P/E التقليدية والتي تنظر فقط إلى الربحية دون اعتبار للنمو المتوقع.

فإذا كانت النسبة أقل من الواحد فيعتبر السهم مقوماً بأقل من قيمته الحقيقية، أما إذا كانت النسبة أكبر من الواحد فيعتبر السهم مقوماً بأكثر من قيمته الحقيقية^١.

وباختصار تكون تقنيات التقييم النسبية مفيدة في حال وجود مجموعة كبيرة من الشركات القابلة للمقارنة، وعندما لا يكون السوق في أقصى حدود التقييم، ويكون من الصعب التنبؤ بأساسيات الشركة^٢.

وبالتالي فإن الاستخدام الفعال لطرق التقييم النسبي يتطلب اختباراً دقيقاً للشركات المقارنة، بالإضافة لتوفر معلومات يتم الإفصاح عنها من قبل الشركات^٣.

Damodaran , A. , (2012), Investement valuation : Tools and Techniques for Determing The Value of Any asset , P475

^٢ مفلح ، هزاع ، خلف ، أسمهان ، مرجع سبق ذكره ، ص 424.

^٣ Fabozzi , J.,(2011) , Equity Valuation Portfolio Management, P105.

المبحث الثالث - تصنيفات إضافية لنماذج التقييم

1-3-2 نماذج الأصول:

○ نموذج القيمة عند التصفية (Liquidation Value):

تشير إلى القيمة المتوقع الحصول عليها في حال كانت الشركة مفلسة ويجري عرض موجوداتها للبيع وذلك بعد سداد كافة الالتزامات التي على الشركة (سداد المقرضين أو حملة السندات وأيضاً سداد حملة الأسهم الممتازة). وغالباً فإن تصفية الشركة وإنهاء نشاطها لا يمثل نتيجة جيدة بالنسبة للمساهمين (حملة الأسهم العادية) حيث لا يحصلون إلا على جزء صغير من القيمة الاسمية لأسهمهم.

أو القيمة التصفية: هي القيمة المتوقعة التي يمكن الحصول عليها من بيع أصول الشركة في نهاية عمرها التشغيلي بعد خصم الالتزامات المستحقة¹.

ويحدد نصيب السهم العادي من القيمة التصفية على النحو الآتي²:

القيمة التصفية = قيمة الموجودات في السوق - الالتزامات - أسهم ممتازة / عدد الأسهم العادية

وتعد مؤشراً للحد الأدنى للقيمة التي يمكن أن يحصل عليها المستثمرون الدائنون، وتعطي تقييماً يعكس قيمة الموجودات التي يمكن بيعها أو تحويلها إلى نقد، بالإضافة إلى أنها تساعد المحللين الماليين في تقييم مستوى الخطر المحيط بالشركة.

○ نموذج صافي قيمة الأصول (NAV):

يستخدم نموذج صافي قيمة الأصول لتحديد القيمة الصافية لحقوق الملكية من حملة الوحدات أو المساهمين في كيان استثماري مثل صندوق استثمار أو شركة قابضة.

¹ Damodaran , A. , (2002), Investement valuation : Tools and Techniques for Determing The Value of Any asset , P430-431.

² العلي ، أحمد ، (2020)، الإدارة المالية للشركات، ص 153-154

³ Brealey ,R., Myers,S. ,Allen. F.,(2015), Principles of Corporate Finance, P220-222.

ويعرف بأنه قيمة الأصول الكلية للشركة بعد خصم جميع الالتزامات والديون، حيث يحسب لكل سهم عبر قسمة صافي الأصول على عدد الوحدات أو الأسهم القائمة، ويوفر تقديراً لقيمة الأصول الصافية. ويحسب على النحو الآتي:

صافي قيمة الأصول = إجمالي الأصول - إجمالي الالتزامات / عدد الأسهم (الوحدات) القائمة

فإذا كانت القيمة أكبر من السعر السوقي، فيشير ذلك إلى أن السهم مقيم بأقل من قيمته العادلة وهو ما يشكل فرصة استثمارية، أما في حال العكس فهذا يشير إلى تفاؤل مفرط في السوق أو حدوث مضاربة.

يستخدم هذا النموذج بشكل خاص في تقييم أسعار أسهم الصناديق المفتوحة أو صناديق الاستثمار المشترك ولتحديد فرص الاستثمار المحتملة داخل الصناديق المشتركة أو صناديق الاستثمار المتداولة وفي الشركات التي تكون أصولها ملموسة وكثيفة، مثل شركات العقارات والطيران.

2-3-2 نماذج التحليل الأساسي، والفني، والنمو

وهي نماذج التدفقات النقدية المخصومة ونماذج خصم توزيعات الأرباح ونماذج مضاعف الربحية.

2-3-3 نماذج الخيارات (بلاك شولز، والثنائي)

○ نموذج بلاك شولز¹: (The Black- Scholes Model)

كانت صيغة النموذج المقدمة من قبل بلاك وشولز مصممة لتقييم الخيار الأوروبي المحمي التوزيعات، ويمكن كتابة خيار الشراء في نموذج بلاك- شولز كدالة من المتغيرات الآتية:

$$SN(d1) - Ke^{-rt}N(d2) \quad (13-2)$$

حيث:

S: القيمة الجارية للأصل موضوع العقد

K: سعر تنفيذ الخيار

t: الزمن لحين انتهاء صلاحية الخيار

¹ مفلح، هزاع، خلف، أسهمان، مرجع سبق ذكره، ص 229-330.

r: معدل الفائدة الخالي من المخاطرة المتعلق بعمر الخيار

$$d1 = \frac{\ln \frac{S}{K} + \left(\frac{r + \sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d2 = d1 - \sigma\sqrt{t}$$

تقدم صيغة تسعير الخيار المقدمة من قبل فيشر بلاك ومايرون شولز في عام 1973، العلاقة بين خيار الشراء وخمسة عوامل محددة للعلاوة على القيمة السوقية للخيار قياساً إلى القيمة عند انتهاء الصلاحية.

تتوقف قيمة خيار الشراء بحسب الصيغة أعلاه على خمس متغيرات هي: سعر الأصل (S) وسعر التنفيذ (K) ومعدل الفائدة المستمر (r) والوقت لحين الاستحقاق (t) والانحراف المعياري للعوائد (σ) على الأصل ويعرف عادة بالتقلب.

من هذه المتغيرات الخمس فقط التقلب غير معروف، ونحتاج للتنبؤ به لحين استحقاق الخيار. إن سعر الخيار في الصيغة عبارة عن: دالة مرجحة من سعر الأصل S والقيمة الحالية لسعر التنفيذ، والأوزان (Nd1) وهي معدل التحوط أو دلتا الخيار، و (Nd2) وهي احتمال أن يستحق الخيار رابحاً.

1. المتبقي من الزمن لحين الاستحقاق كلما طالت مدة الخيار، كانت قيمة الخيار أكبر.

2. تقلب سعر السهم كلما كان التقلب في سعر السهم موضوع العقد أكبر كانت قيمة الخيار أكبر.

3. سعر التنفيذ - كلما كان سعر التنفيذ أقل كانت قيمة الخيار أكبر.

4. سعر السهم - كلما كان سعر السهم موضوع العقد أكبر كانت قيمة الخيار أكبر.

5. المعدل الخالي من المخاطرة كلما كان المعدل الخالي من المخاطرة أعلى كانت قيمة الخيار أكبر.

يطبق نموذج بلاك شولز عندما يكون التوزيع المحدد توزيعاً طبيعياً، ومسار السعر هو عملية مستمرة، ولا يوجد أرباح موزعة خلال مدة الخيار، وسعر البيع يتبع مسارات عشوائية.

○ نموذج التسعير الثنائي¹ (Binomial Option Pricing Model):

يستخدم نموذج التسعير الثنائي لتسعير الخيارات عن طريق تمثيل تغير سعر الأصل الأساسي على شكل شجرة ثنائية، حيث يمكن للسعر أن يتحرك للأعلى أو للأسفل خلال كل فترة زمنية صغيرة.

ويقسم الزمن حتى تاريخ الاستحقاق إلى عدد من الفترات الصغيرة في كل فترة يتحرك السعر إما للأعلى بنسبة u أو للأسفل بنسبة d .

يتم احتساب السعر العادل للخيار عن طريق الرجوع العكسي في الشجرة الثنائية، ويحسب على النحو الآتي:

$$C = e^{-rt} [P.C_u + (1 - P).C_d] \quad (14-2)$$

حيث

C_u : قيمة الخيار إذا ارتفع سعر السهم.

C_d : قيمة الخيار إذا انخفض سعر السهم.

$$P = \frac{e^{-rt} - d}{u - d}$$

الاحتمال المحايد للمخاطرة.

e^{-rt} : معامل الخصم.

يستند النموذج إلى فرضية الحياد نحو المخاطرة، والتي تتيح تسعير المشتقات المالية من خلال خصم التوقعات المستقبلية باستخدام معدل العائد الخالي من المخاطرة، وهو أكثر مرونة من نموذج بلاك شولز ويستخدم مع الخيارات الأمريكية، ويمكن تعديل الشجرة لحساب توزيعات الأرباح والتوزيعات غير المنتظمة.

¹ Cox, J., Ross, S., Rubinstein, M., (1979), "Option Pricing: A Simplified Approach", PP229-263.

2-3-4- النماذج الكمية، ونماذج التعلم الآلي:

○ النماذج الكمية (Factor Models):

"هي نماذج تستخدم الأساليب الإحصائية لتحليل البيانات، بحيث يمكن استخدام تقنيات التحليل الكمي بهدف التنبؤ واتخاذ القرار بطريقة أكثر دقة وفعالية".¹

تستخدم النماذج الكمية في مجالات التداول الآلي، تحليل المخاطر والنمذجة المالية²، وهناك نوعان رئيسان من النماذج الكمية وهما النماذج التفسيرية ونماذج السلاسل الزمنية.

○ النماذج التفسيرية:

تفترض أن المتغير التابع يمكن تفسيره من خلال ربطه مع واحد أو أكثر من المتغيرات المستقلة، والغرض من النماذج التفسيرية هو اكتشاف شكل العلاقة بين المتغيرات واستخدامها للمتغير التابع.

○ نماذج تحليل السلاسل الزمنية:

بخلاف النماذج التفسيرية نماذج تحليل السلاسل الزمنية لا تحاول اكتشاف العوامل والمتغيرات التي تؤثر في سلوك الظاهرة، بل تعتمد على القيم أو الأخطاء (تباين الأخطاء) للمتغير المدروس حيث تهدف هذه الأساليب لاكتشاف النمط في سلسلة البيانات التاريخية واستقراء هذا النمط في المستقبل³.

يتم استخدام هذه النماذج لتحليل العلاقة بين المتغيرات المالية، مثل العلاقة بين العائد والمخاطر، أو بين المؤشرات الاقتصادية وأسعار الأسهم، بالإضافة إلى إمكانية التنبؤ بالمستقبل.

ومن أشهر نماذج الانحدار المستخدمة⁴:

- الانحدار الخطي البسيط: يستخدم لتحليل العلاقة بين متغير تابع ومتغير مستقل.
- الانحدار الخطي المتعدد: يستخدم عندما يكون هناك متغير تابع وأكثر من متغير مستقل.
- الانحدار الذاتي: يستخدم لتحليل السلاسل الزمنية، ويعتمد المتغير التابع على القيمة السابقة وعلى حد عشوائي، حيث يتم التوقع بناء على القيم السابقة.

¹ Defusco ,R., MCLeavey, D., Pinto,J., Runkle, D.,(2015) ,"Quantitative Investment Analysis", P3.

² Chan, E.,(2013), Quantitative Trading , P10.

³ Spyros ,G., Steven, C., Rob, G., (1997), Forecasting Method and Application , PP9-12.

⁴ Brooks, C., (2014) ,Introductory Econometrics for Finance , PP70-135.

- نماذج الانحدار الذاتي و المتوسط المتحرك ARIMA و ARMA: تستخدم لتحليل وتوقع أسعار الأصول المالية بناء على بيانات تاريخية للسلسلة الزمنية بهدف التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للسلسلة. هذا وتستخدم نماذج الانحدار الذاتي والمتوسط المتحرك المتكامل Integrated ARIMA للبيانات غير الثابتة، حيث تأخذ الفرق بين سلسلة زمنية غير ساكنة وتحولها لسلسلة زمنية ساكنة (أخذ الفرق بين القيم لإزالة الاتجاه).

- نماذج الانحدار الذاتي المشروطة بعدم ثبات التباين ARCH و GARCH: نماذج تعتمد على التباين في بنائها، وتشرط عدم ثبات التباين، وتستخدم لدراسة تقلبات السوق.

○ نماذج التعلم الآلي (Machine Learning Models):

"هي فرع من فروع الذكاء الاصطناعي تهتم بتطوير خوارزميات وأنظمة تتعلم من البيانات وتحسن أدائها تلقائياً وتستخدم لتحسين التنبؤات واتخاذ القرار بناء على التجارب السابقة".¹

تتضمن نماذج التعلم الآلي مجموعة متنوعة من الخوارزميات مثل الشبكات العصبونية الاصطناعية، أشجار القرار، آلات الدعم الاتجاهي وتستخدم في تطبيقات متعددة بما في ذلك التنبؤ بالفشل المالي للشركات.

○ الشبكات العصبونية الاصطناعية (Artificial Neural Network):

- تعريف الشبكات العصبونية الاصطناعية وطرائق تعلم الشبكات العصبونية:

"هي نماذج حسابية مستوحاة من بنية الدماغ البشري، تتكون من طبقات من العقد (العصبونات) التي ترتبط فيما بينها، تستخدم الشبكات العصبونية في التعرف على الأنماط في التصنيف والتنبؤ المعقدة التي يصعب نمذجتها".²

- طرائق تعلم الشبكات العصبونية:

التعليم تحت الإشراف: يعتمد تعليم الشبكة العصبونية في ضبط معاملاتها عن طريق مقارنة خرج الشبكة الفعلي مع الخرج المطلوب.

¹ Bishop, C., (2006), Pattern Recognition and Machine Learning , P1-6.

²Good fellow, I., Bengio, Y., Courville , A. , (2016), Deep Learning , P6-7

التعليم بدون إشراف: تعطي البيانات بدون تسميات والنموذج يحاول إيجاد أنماط لها.

التعليم التعزيزي: تتطلب عقدة عصبونية واحدة أو أكثر في طبقة المخرجات، إذ يعطي المعلم إشارات تشير إلى مدى تطابق مخرجات الشبكة مع المخرجات الفعلية أثناء الجلسة التدريبية على عكس التعليم الخاضع للإشراف، فإذا كانت إشارة المعلم ذات تعزيز سلبي فإن الشبكة تعيد ضبط معلماتها بمساعدة إشارات الإدخال وتحاول مرارا وتكرارا حتى يحصل على استجابة تعزيز إيجابية لتصل لمخرجات صحيحة.

التعليم التنافسي: وفق هذه الطريقة يوجد في طبقة المخرجات عقد عصبونية عديدة، فعندما يتم تطبيق إشارة إدخال على الشبكة تتنافس كل عقدة عصبونية في طبقة المخرجات مع العقد العصبونية الأخرى في هذه الطبقة، وذلك لحساب أقرب نتيجة يمكن تحقيقها قريبة من الهدف، وفي النهاية فإن العصبون الذي حقق أدق نتيجة يصبح هو المهيمن وتتوقف العصبونات الأخرى عن حساب المخرجات لهذا الدخل¹.

○ أشجار القرار (Decision Trees)²:

"هي أداة تحليلية لتقييم القرارات الاستثمارية في ظل عدم اليقين وخصوصاً تحليل الاستثمارات التي تنطوي على مراحل واحتمالات مستقبلية متعددة.

أو أشجار القرار: هي نموذج بياني يستخدم لتمثيل التسلسل الزمني للقرارات والنتائج الممكنة، بما يشمل الفرص، التكاليف، العوائد، بهدف تقييم البدائل الاستثمارية المالية في ظل بيئة غير مؤكدة".

وتتكون من عدة عناصر أساسية:

العقدة القرار: تمثل نقطة اتخاذ القرار.

العقدة الاحتمالية: تمثل الحالات المستقبلية غير المؤكدة.

الفروع: تشمل الخيارات والنتائج المحتملة.

¹ Neha, Y., Anupam, Y., Manoj,K.,(2015), An Introduction to Neural Net Work Method for Differential Equations , P32.

² Brealey ,R., Myers,S. ,Allen. F.,(2015), Principles of Corporate Finance, P305-312.

الأوراق: النهايات التي يتم فيها احتساب العائد أو صافي القيمة الحالية.

ويتم حساب القيمة المتوقعة لكل مسار من الشجرة من خلال ضرب احتمالية كل نتيجة بالعائد المتوقع لها، ثم يقارن بين النتائج لاختيار الأنسب بينها.

○ شعاع الدعم الآلي (Support Vector Machines):¹

أداة تحليلية قوية تعمل على تحسين دقة التنبؤات واتخاذ القرارات المالية، وتستخدم في مهام التصنيف والانحدار، وتعمل على إيجاد الحد الفاصل الأمثل الذي يفصل بين فئتين من البيانات بأكبر هامش ممكن مما يحسن من قدرة النموذج على التعميم على بيانات جديدة.

تتفوق على الشبكات العصبونية في التنبؤ بمؤشرات السوق المالي وأسعار الأسهم بفضل قدرتها على تقليل الخطأ العام وتجنب الإفراط في التكيف، بالإضافة لقدرتها على التنبؤ بالتغيرات قصيرة الأجل في الأسواق المالية.

2-3-5- النماذج السلوكية و الهجينة:

○ مجموعة الأجزاء (SOTP) Sum-of-the-Parts:²

هي طريقة تقييم تستخدم لتقدير القيمة الإجمالية لشركة تكتلية من خلال تقييم كل وحدة أعمال أو قسم داخل الشركة بشكل مستقل، ثم جمع هذه القيم للحصول على القيمة الكلية للشركة.

يستخدم هذا النموذج لشركات تمتلك وحدات أعمال في صناعات مختلفة، تختلف من حيث معدلات النمو والمخاطر والتدفقات النقدية فيما بينها.

تستخدم هذه الطريقة في الشركات القابضة أو التكتلات المتعددة الأنشطة، ويستخدم هذا التحليل لمعرفة ما إذا كانت هناك قيمة مضافة من بقاء الأقسام معا أو أنه من الأفضل فصل بعضها لخلق قيمة أعلى.

يتم تطبيق هذا النموذج من خلال:

¹ Tay ,F., Cao, L., (2001)," Application of Support Vector Machines in Financial Time Series Forecasting", PP309-317.

² Koller, T., Goedhart ,M., Wessels, D.,(2010), Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies, PP645-655.

- تحديد قطاعات الأعمال: لتحديد وحدات الأعمال أو القطاعات المختلفة التي تعمل فيها الشركة.
- تقييم كل وحدة أعمال أو قسم بشكل منفصل: باستخدام التدفقات المخصصة، أو التقييم النسبي باستخدام مضاعفات مثل (EV/EBITDA، PL/S،P/E).
- جمع القيم التقديرية للوصول إلى القيمة الإجمالية: حيث يتم جمع قيم الوحدات التشغيلية لكل وحدة، ثم تخصم الالتزامات المشتركة بين القطاعات (الديون العامة) وأخيراً تضاف الأصول غير التشغيلية (نقدية واستثمارات قصيرة الأجل).
- اختبار الاتساق و التحقق: تتم في هذه المرحلة مقارنة القيمة التي تم التوصل إليها مع القيمة السوقية، حيث أن الهدف الأساسي لهذه المرحلة، هو التعرف على ما إذا كانت القيمة السوقية الحالية للشركة تعكس القيمة الحقيقية لمكوناتها، أو أن هناك خصم تكثلي أو ميزة تكثلية.

إن اختيار طريقة التقييم (نسبية أو جوهرية) تعتمد على الهدف من التقييم:

- للمستثمرين طويلين الأجل أو السليبين: يفضل استخدام التقييم الجوهرية لتحديد القيمة الحقيقية لكل وحدة.
- للمستثمرين النشيطين: يستخدم التقييم النسبي لتحديد ما إذا كان هناك فرص لتفكيك الشركة أو زيادة قيمتها.

○ الاستحواذ بالرافعة المالية (LBO) Leveraged Buyout¹:

يتم تعريف الاستحواذ بأنه عملية شراء لشركة أخرى بهدف السيطرة عليها وتوسيع عملياتها وزيادة حصتها السوقية.

والاستحواذ بالرافعة المالية هو عملية شراء حصة كبيرة في أسهم الشركة باستخدام نسبة كبيرة من التمويل بالدين. حيث يتم تمويل الجزء الأكبر من خلال الاقتراض بينما يتم تمويل الجزء المتبقي من خلال حقوق الملكية.

ويتم استخدام الأصول التي تم الاستحواذ عليها نفسها كضمان للقرض، بالإضافة للتدفقات النقدية المستقبلية للشركة لسداد هذا الدين.

¹ Brigham, E., Ehrhardt, M., (2017), Financial Management : Theory and Practice ,PP871-876.

هذه الاستراتيجية تمكن المستثمرين من تحقيق عائد مرتفع على حقوق الملكية عبر استخدام الرافعة المالية، إذ أن تكلفة الاقتراض عادة أقل من العائد المتوقع على الاستثمار.

ومن أبرز المخاطر المرتبطة في عمليات هو العبء المالي الناتج عن الديون الكبيرة، مما قد يؤدي إلى إفلاس الشركة المستحوذ عليها إذا لم تتمكن من توليد تدفقات نقدية كافية لسداد الديون.

الفصل الثالث

نموذجي شيلر والتدفقات النقدية

المبحث الأول- نموذج شيلر CAPE Raito

3-1-1- التعريف بنموذج شيلر

Cyclically-Adjusted Price- to-Earning Raito

يستخدم نموذج شيلر على نطاق واسع من قبل المستثمرين لمعرفة ما إذا كانت تقييمات الأسهم مرتفعة أو منخفضة وما إذا كان هناك تصحيح للسعر في الأفق، وقد استطاع هذا النموذج النجاح بسبب بساطته الحسابية (فهو مجرد نسخة معدلة من السعر القياسي لنسبة الأرباح)، وهذا النموذج هو ما سيتم التركيز عليه بالتفصيل في هذا المبحث.

إن مفهوم النموذج الذي قدمه شيلر بعد سلسلة من الدراسات، "هو أن الأسعار والأرباح عبارة عن سلاسل زمنية غير ثابتة مرتبطة بعلاقة فريدة تعرف بالاندماج المشترك، يعني الاندماج المشترك أن المتغيرات المعنية تشترك في اتجاهات عشوائية متماثلة، أو هو علاقة طويلة الأجل بين سلسلتين غير ثابتتين (أو أكثر)، ومن ثم فإن النموذج يشير إلى أنه مزيج خطي من متغيرين مدمجين، وبالتالي فإن نسبة السعر إلى العائد ستكون عبارة عن سلسلة زمنية ثابتة ولكنها تعتبر أسعار الأسهم و الأرباح في حد ذاتها عبارة عن سلاسل زمنية غير ثابتة وبالتالي فإنها ستأخذ مسافات بعيدة عن القيم السابقة لها، وذلك بالنظر إلى الآفاق الطويلة الأجل، هذه السلاسل غير الثابتة قد لا تعود إلى القيم السابقة لها أبداً، ومع ذلك ففي النسبة تظل الأسعار والأرباح ثابتة. أيضاً يعني هذا النموذج أن القوى التي تؤدي إلى تقلب الأسعار هي نفس القوى التي تؤدي إلى تقلب الأرباح، ينتج عن هذه العلاقة تكامل مشترك للسلسلة، على الرغم من أن كل سلسلة على حدة هي سلسلة غير ثابتة"¹.

تعد نسبة السعر إلى الربح المعدلة على أساس دوري، وتعرف باسم نسبة السعر الربح 10 (أو شيلر Shiller P/E) مقياساً للتقييم، يتم تطبيقه بشكل واسع على مؤشرات الأسهم التي تستخدم نسبة ربحية السهم الحقيقية على مدى عشر سنوات معدلة بالتضخم، إذن تستخدم في حساب النسبة المذكورة الأرباح الحقيقية التي تمت مجانستها أو تمهيدها، لاستبعاد التقلبات في الدخل الصافية الناجم عن التغيرات في هامش الربح خلال دورة الأعمال العادية، وتفيد النسبة المذكورة في أنها تستخدم المتوسط المتحرك

¹ Campbell, J., and Shiller, R. , (1987) , "Cointegration and Test of Present Value Models" , PP88-1062 .

للأرباح الحقيقية لفترة طويلة، ويسمح بالتنبؤ بالتوزيعات المستقبلية الحقيقية، وهذا مرتبط بدوره بالعوائد من السهم، ويمكن توضيح هذا النموذج من خلال العلاقات الآتية¹ :

Cape = Price / Average Earning For 10 years adjusted for inflation

أو : السعر / متوسط الدخل لعشر سنوات معدلا بالتضخم

Cape = Stock Price/Avrg real earning on a monthly bdsis over previous10Yrs

أسعار الأسهم / متوسط الدخل الحقيقي على أساس شهري على مدى السنوات العشر الماضية

" إذا يتم حساب نسبة شيلر باستخدام ربحية السهم على مدى فترة طويلة مثل خمس إلى عشر سنوات، للتخفيف من تأثير أي ارتفاعات أو قيعان غير طبيعية في نمو أرباح الشركات خلال دورة الأعمال، وتتضمن نسبة شيلر الأرباح على مستوى الشركة والقيم السوقية للأسهم حيث يتم حساب الربحية الحقيقية للأسهم عن طريق تعديلها بنسبة التضخم ويتم إجراء تعديل مماثل لتحويل القيم السوقية إلى القيم الحقيقية، أخيراً يتم حساب نسبة شيلر بالأرباح الحقيقية والسوق الحقيقي من خلال تجميع القيم عبر الشركات المكونة للمؤشر المختار، ويتم حساب متوسط الأرباح الحقيقية على مدى خمس أو عشر سنوات. ويمكن كتابة²:"

CAPE = Market Capitalization of The index / Moving average of real earnings.

تستند نسبة شيلر على عمل غراهام و دود، اللذان أرجعا نسبة السعر/الربح (P/E) أو مضاعف الربحية غير المنطقي إلى تقلبات مؤقتة و أحيانا شديدة في دورة الأعمال، وأوصيا باستخدام ربحية السهم لعدة سنوات لمجانسة أرباح أسهم الشركة على مدى الفترة المعينة التي يمكن أن تكون خمس أو سبع أو عشر سنوات.

ومنذ أن اقترح فاما الأشكال الأولى لفرضية السوق الكفاء، ناقش المستثمرون والأكاديميون ما إذا كانت الأسهم في وقت معين مقيمة بأقل من قيمتها، ذات قيمة عادلة، أو مبالغ فيها بالنسبة لآفاق الشركات المستقبلية.

¹ مفلح ، هزاع، خلف ، أسهمان، ص 425.

² Sigel , J., (2016) , "The Shiller Cape raito : Anew Look" , PP 41-50.

فلخص نموذج فاما بإيجاز الموقف السائد من الأكاديميين تجاه فرضية الأسواق الكفؤة في ذلك الوقت، باختصار الدليل الداعم للأسواق الكفؤة واسع النطاق. كان المبدأ الأساسي لفاما "هو أن الأسواق كانت كفؤة في التسعير لجميع المعلومات الجديدة المتعلقة بالأسهم الفردية والسوق ككل بحيث يكون من غير المجدي للمستثمر أن تستغل أسعار الأسهم السابقة أو بيانات العائد أو البيانات الأساسية العامة للحصول على عوائد تتجاوز عوائد محفظة السوق، أي لا يمكن جني عوائد زائدة باستخدام ما هو متاح من معلومات أساسية"^١.

ثم قام باسو "بمزيد من العمل لفحص العلاقة بين نسب السعر إلى العائد والأداء اللاحق للأسهم وخلص إلى أن الأسهم التي تكون فيها نسبة السعر إلى العائد منخفضة ستعطي عوائد فائضة. كان هذا تشكيكاً واضحاً للنسخة القوية من كفاءة السوق"^٢، فحاول بال " تبرير هذا التشكيك الظاهر لفرضية السوق الكفؤة من خلال الادعاء بأن الدراسات أظهرت العديد من العيوب ومنها تجاهل تأثير تكلفة المعاملات والأخطاء التجريبية وعدم إدراج بعض عوامل الخطر"^٣.

بعد ذلك قام كل من فاما و فرنش " بإجراء المزيد من العمل على تأثيرات عوامل الحجم والقيمة ووجدوا دليلاً على أن عوامل الحجم و القيمة تقدم قدرة عالية على تقييم الأسهم ودليلاً توضيحياً مهما لعوائد الأوراق المالية، حيث تمت دراسة عوائد الأسهم خلال الفترة 1962 – 1989 في سوق الولايات المتحدة الأمريكية، ووجدوا أن العوائد الزائدة كانت تحققها الشركات الصغيرة (ذات القيمة) وذلك نتيجة لتحملها مخاطر أخرى غير محدودة"^٤.

¹ Fama , E. , (1965) , "The Behavior of Stock Market Prices" , P3.

² Fama , E. , 1970 , "Efficient Capital Market : A Review of Theory and Empirical Work" , P383 – 417.

³ Basu , S. , 1977 , " Investement Performance of Common Stocks in Relation to Their Price – Earning Raito : A Test of The Efficient Markets Hypothesis " , P 83.

⁴ Ball , R. , 1978 , "Anomalies in Relation Ships Between Securities Yields and Yields Surrogates", PP 103 – 126.

⁵ Fama , E. , F. , and French K. , R. ,(1992) , "The Cross – Section of Expected Stock Returns", PP427 – 465.

2-1-3 مرتكزات نموذج شيلر (أعمال غراهام وود)

قبل البدء بمناقشة مرتكزات نموذج شيلر، علينا أولاً فهم نسبة السعر إلى الربحية P/E . تساعد نسبة السعر إلى الربحية التقليدي على تحديد ما إذا كان السهم مُقيماً بأقل أو أكثر مما يستحق وهذه النسبة المرتفعة عموماً تشير إلى المبالغة في تقييم أسهم الشركة بينما تشير النسبة المنخفضة إلى كونها ذات قيمة شراء جيدة مع إمكانية تحقيق عوائد مرتفعة مستقبلاً.

تكمُن المشكلة في أن نسبة السعر إلى الأرباح القياسية يمكن أن تتأثر بشكل غير ملائم بالتغيرات قصيرة الأجل في أرباح الشركات التي لا علاقة لها بأساسياتها، وتتعلق بشكل أكبر بالأحداث الاقتصادية الكبيرة التي تحرك السوق أي (تصحيح السوق - الركود - التغيرات الكبيرة في صناعة الشركة).

إن خضوع أسواق الأسهم لمثل هذه التقلبات القوية، يطرح السؤال التالي على المستثمرين وهو كيف يمكنهم بدقة تقييم سوق الأوراق المالية على المدى الطويل.

في حالة أسهم الشركات الفردية، يمكن أن يوفر تحليل الشركة باستخدام (P/E) معلومات حول القيمة المستقبلية المحتملة، حيث تحقق الأسهم المُقيمة بأقل من قيمتها نمواً أكبر بكثير في رأس المال من الأسهم المُقيمة بأعلى من قيمتها، ومع ذلك هل يمكن تطبيق هذه النتيجة على أسواق الأسهم ككل؟

تم البحث في هذا السؤال لأول مرة في السوق الأمريكية، ولهذا قاموا بحساب نسبة السعر إلى الأرباح لمؤشر (S&P500) وذلك بقسمة قيمة المؤشر على الأرباح الإجمالية لجميع الشركات في المؤشر ووجدوا أن فترات تقييم السوق المرتفع كانت تتبعها غالباً فترات تقييم منخفضة¹، ومع ذلك فإن (P/E) التقليدي له عيبان رئيسان:

الأول: أرباح الشركات متقلبة للغاية، ومن المستحيل توقعها عملياً وعندما توفر أرباح الشركات المنخفضة أو السلبية فرص شراء مريحة، في مثل هذه الأوقات لا تأخذ (P/E) في الاعتبار نمو الأرباح بعد الأزمات بالفعل².

¹ Shiller, R., (2000), Irrational Exuberance, P5.

² Campbell, J., and Shiller, R., (1988), "Valuation Ratio and Long Run Stock Market Outlook", PP 11-26.

الثاني: في عام 1934، رأى غراهام ودود "أن التقلبات الدورية في الأرباح يمكن أن تؤثر سلباً على نتائج (P/E)"¹.

لذلك تم النظر في بيانات أرباح العشر سنوات المعدلة حسب التضخم، وذلك لمحاولة تخفيض آثار التقلبات القصيرة والحصول على دقة أكبر في نتائج التقييم².

" وعلى الرغم من أنه يوجد مجموعة متنوعة من مقاييس النسب التي تساعد على تحديد القيمة الحقيقية، اتضح أن هذه النسب تحتوي بعض جوانب النقص، ولذلك قام روبرت شيلر بترويج نسخة محدثة من النسب التي تقوم على إظهار وتحديد القيمة الحقيقية، والتي تعرف بنسبة السعر إلى الأرباح المعدلة دورياً للمساعدة في إظهار تمثيل أكثر دقة لتقييم الأسهم. إن هذه الطريقة التي يتم العمل بها هي أن يتم أخذ متوسط السنوات العشر الأخيرة من الأرباح وتعديلها بالتضخم وتقسيم سعر السهم على تلك الأرباح المعدلة، و يمكن تطبيق هذه النسبة على مؤشر أيضاً أو على مجموعة من الأسهم للشركة نفسها فهي تهدف إلى الإشارة فيما إذا كان السهم مقيماً بأقل من قيمته الحقيقية أو مبالغاً في تقييمه، لأن النسبة المرتفعة تعني أن سعر سهم الشركة مرتفع وبالتالي فهذا يعني المبالغة في التقدير وبالتالي من المتوقع أيضاً أن تكون العوائد ضعيفة .

وبالمقابل كلما كانت النسبة منخفضة ستشير إلى أن الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية ومن المتوقع الحصول على عوائد جيدة مستقبلاً، أي عندما تكون الأسهم منخفضة السعر بالنسبة لقيمتها العادلة (الحقيقية) يمكن للسعر أن يرتفع من خلال النمو وزيادة أرباح الشركة ولكن عندما تكون الأسهم مسعرة بشكل أعلى بالنسبة لقيمتها العادلة (الحقيقية) ونسبة السعر إلى الأرباح مرتفعة فسيكون لديها مجال أقل بكثير للنمو وستتخفض فيها الأرباح بشكل كبير عند حدوث ركود أو تصحيح في السوق.

ويستخدم المحللون الماليون نسبة السعر إلى الأرباح المعدلة بشكل دوري لتقييم الأسهم وقياس الأداء المالي طويل الأجل أو التنبؤ بالعوائد المستقبلية، ويستطيع نموذج شيلر أيضاً تقييم ربحية الشركات خلال

¹ Graham, B., Dodd, L., (2009), *Securities Analysis : Principles and Technique* , PP543-593.

² <http://www.forbes.com/advisor/investing/Shiller-pe-ratio/>.

فترات مختلفة من الدورة الاقتصادية، لأنها عندما تأخذ التقلبات الاقتصادية في الاعتبار بما في ذلك الازدهار والركود توفر نظرة أوسع لربحية الشركة من خلال تخفيفها للتقلبات القصيرة الأجل¹.

3-1-3 متغيرات نموذج شيلر²:

إن نموذج شيلر يعمل في أسواق مختلفة وظروف سوقية مختلفة في مختلف الدول، إلا أنه يتأثر بعدة عوامل وهي:

- يقوم نموذج شيلر بالرجوع إلى المتوسط، فهو يستند إلى البيانات التاريخية والتي لا تتضمن الأداء المستقبلي.
- يكون نموذج شيلر مضلل إذا تغيرت القواعد المحاسبية أو الضريبية مع مرور الوقت وبدرجة كبيرة، وبدون تعديل هذه التغيرات قد يصبح من المضلل مقارنة فترة بأخرى (تختلف معايير المحاسبة اليوم عما كانت عليه قبل عشر سنوات حيث لم تعد الأرباح تحسب بالطريقة نفسها وهذا ما يعني أن المقياس قد لا يكون دقيقاً تماماً).
- يمكن للنموذج أن يكون غير دقيق إذا تم تطبيقه على شركات صغيرة تخضع لتغيرات هيكلية، على سبيل المثال، تتمتع شركات التكنولوجيا عموماً بنمو سريع وتحصل على تقييم أعلى من شركات أخرى، وإذا كان على التقييم أن ينتقل في المقام الأول إلى شركات التكنولوجيا فإن هذا التقييم سيزداد بشكل كبير.
- تتمتع الدول التي لديها نسبة عالية من شركات التكنولوجيا بنمو سريع، والتي سيكون لديها بطبيعة الحال رأس مال مرتفع، من ناحية أخرى فإن الدول التي تركز في الغالب على المصارف بطيئة النمو سيكون لديها رأس مال أقل.
- يتطلب النموذج عشر سنوات على الأقل من البيانات التاريخية، وليس كل الدول لديها مثل هذه البيانات المتاحة بسهولة.
- تتخفف أسعار الأسهم خلال فترة الركود، لكن أرباح الشركات تتخفف أيضاً بشكل أكبر مما قد يرفع وبشكل مؤقت متوسط P/E وبالتالي الوصول إلى تقييم مرتفع مما يعطي إشارة خاطئة على

¹ Bunn , O., Staal, A., Zhuang , J., Lazanas ,A., Ural, C., and Shiller ,R., (2014) , "Es – cape – ing from Overvalued Sectors : Sector Sector Selection Based on The Cyclically Adjusted Price – Earning (CAPE) Raito", PP16 – 33.

²Sigel , J., (2014), Stocks For The Long Run , PP 161-162- 164.

أن السوق مرتفع (باهظ الثمن) وأنه لا ينبغي الشراء في حين أن هذا هو أفضل وقت للشراء بالفعل نظراً لأنه يجب الشراء عندما يكون السوق منخفضاً¹

○ يؤثر التضخم على مكونات نموذج شيلر:

يرى الاقتصاديون والماليون بأنه نظراً لأن الأسهم عبارة عن أصول مادية أو حقيقية، يجب أن تتنوع قيمة وعوائد الأسهم بشكل إيجابي مع التضخم الفعلي مما يجعلها تحوطاً محتملاً ضد التضخم، لكن خلال منتصف السبعينات وأواخرها وجد المستثمرون أن أسعار الأسهم قد تأثرت بشكل سلبي تماماً بالتضخم، حيث اكتشف كل من لينتر وأرستول أن عوائد الأسهم ترتبط بشكل سلبي بالتضخم، على عكس النظرية التقليدية القائلة بأن الأسهم تعتبر وسيلة جيدة للتحوط من التضخم.

وحل فاما التضخم إلى تضخم متوقع وتضخم غير متوقع ووجدهما مرتبطين بشكل سلبي بالعائد، قام بعد ذلك كل من فاما وشويرت "بالبحث عن الأصول التي تحافظ على قيمتها وعلى عوائدها عندما تتآكل القوة الشرائية، كما بحثا العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم وعملا على اختبار فرضية فيشر التي تنتبأ بوجود علاقة إيجابية بين العوائد الاسمية والتضخم المتوقع، ونتائجهما لم تكن متوافقة مع هذه الفرضية حيث أكدت على الارتباط السلبي بين عوائد الأسهم والتضخم"²،

إن هذه العلاقة السلبية الظاهرة بين التضخم وعوائد الأسهم اللاحقة كانت تعرف باسم (فرضية الوكيل)، أوضح فاما هذه الفرضية لأول مرة بقوله "أن ارتفاع التضخم ينذر بتراجع النشاط الاقتصادي الحقيقي ويتوقع انخفاض أرباح الشركات في سوق الأوراق المالية"³.

وجد أيضاً أن التأثير السلبي للتضخم على التقييم والعوائد يميل إلى أن يكون أكبر بالنسبة للصناعات التي يكون إنتاجها دورياً.

ووجد مالكيل " أنه قد يتم المبالغة في تقدير الأسهم أو التقليل من قيمتها على المدى القصير لكنها ستعود إلى قيمتها الطبيعية بسبب انعكاس القيمة، ووجد أن السبب الذي يجعل الأسهم تبدو مبالغاً فيها أو مقيمة

¹ Shiller , R., (2015) , Irrational Exuberance ,P 208 .

² Fama, E. ,and Schwert , G., (1977) , " Asset Returns and Inflation" , PP 115 –146.

³ Fama , E., (1981) , " Stock Returns : Real Activity Inflation and Money" , PP 545 – 565.

بأقل من قيمتها ليس بسبب سوء التسعير أو السلوك غير العقلاني للمستثمرين بل يرجع إلى حقيقة أنه يعكس اتجاهات الاقتصاد الكلي على المدى الطويل، مثل التضخم وأسعار الفائدة".¹

حاول شيلر أيضاً "فحص العلاقة بين مستوى التقييم السائد في السوق وحالة متغيرات الاقتصاد الكلي، نظراً لحقيقة أن نسبة السعر إلى الربح في السوق (لعام واحد) يمكن أن تكون متقلبة بشكل ملحوظ، لذلك تحقق من درجة العلاقة التي تربط بين نموذج شيلر ومتغيرات الاقتصاد الكلي في السوق (معدلات الفائدة الحقيقية والتضخم)، وقد تم إيجاد علاقة قوية بين نموذج شيلر وهذين المتغيرين، حيث وجد ارتباط أسعار الفائدة المرتفعة بمستويات في التقييم أقل ذلك لأنها ترتبط سلباً مع نموذج شيلر، وارتباط فترات النمو الاقتصادي المستدام بارتفاع في مستوى التقييم، لأنها ترتبط بشكل إيجابي مع نموذج شيلر، ويتزامن التقلب الاقتصادي الكلي مع فترات انخفاض التقييمات حيث ترتبط تقلبات الدخل ارتباطاً سلبياً مع هذا النموذج".²

يظهر هذا أن التضخم يؤثر في متغيرات الاقتصاد الكلي وبشكل مختلف وفقاً للتغيرات في السياسة النقدية وكذلك التغيرات في الإطار المؤسسي الذي يعمل فيه المصرف المركزي، حيث تتفاعل الأسواق المالية بشكل مختلف مع أخبار التضخم اعتماداً على نظام السياسة النقدية السائد، فعندما يتم الاعتقاد بأن المصرف المركزي ملتزم بشدة باستقرار الأسعار فإن الارتفاع الطفيف في توقعات التضخم يدفع السوق إلى الخوف من رد فعل السياسة النقدية مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة وانخفاض النشاط الاقتصادي وانخفاض الأرباح المتوقعة، نتيجة لذلك تنخفض أسعار الأسهم.³

وبالتالي فإن النظر في كيفية حصول التضخم وتأثير هذه العوامل من خلال الآليات التي تنطوي على ثقة المستثمر وتوقعاته لأداء للسوق والتأثيرات ذات الصلة الأخرى على طلب المستثمر، نجد أنه يمكن القول أن التضخم يعمل من خلال نوع من التغذية الراجعة، فعندما تتعزز ثقة المستثمرين وتوقعاتهم بالسعر في السوق سيدفع هذا إلى تحسن السعر، وهذا ما يعني زيادة الأسعار وارتفاع عمليات المضاربة وحصول ما يسمى فقاعة المضاربة .

¹ Malkiel , G. ,(2003), "The Efficient Market Hypothes and Its Critics", P20-80.

² Shiller , R., (2000), Irrational Exuberance , PP22-46.

³ Simpson , T., (2014), Financial Markets, Banking , and Monetary Policy, P212.

وقد عرف شيلر فقاعة المضاربة على أنها "حالة تزداد فيها الأسعار والأخبار الإيجابية مما يحفز حماس المستثمرين الذي ينتشر عن طريق العدوى النفسية من شخص إلى آخر، وهذا ما يؤدي إلى طلب فئة أكبر وأكبر من المستثمرين على هذه الاستثمارات نتيجة للأرباح التي يحققها الآخرون وذلك على الرغم من شكوكهم حول القيمة الحقيقية لهذه الاستثمارات، مما يغري المزيد من المستثمرين إلى ذلك، بحيث تتكرر الدورة مراراً وتكراراً مما يؤدي إلى استجابة مضخمة، وهذا ما يعمل على التأثير في الأسعار والأرباح وكذلك توزيعات الأرباح بحيث تعمل هذه العوامل مجتمعة على التأثير في مكونات هذا النموذج"¹.

وبرأي الباحثة أن أوجه عدم اليقين هي أكبر بالنسبة للأسواق الناشئة مقارنة بالأسواق المتقدمة، والتي تتوفر فيها بيانات أطول من السلاسل الزمنية.

¹ Shiller , R., (2000), Irrational Exuberance, PP98-120.

المبحث الثاني - نموذج التدفقات النقدية الحرة

1-2-3 مفهوم وأهمية التدفقات النقدية الحرة

تلعب نماذج التدفقات النقدية كما ذكر سابقاً دوراً أساسياً في عمليات تحديد القيمة الحقيقية، نموذج التدفقات النقدية الحرة والذي يعتبر أحد هذه النماذج أو المسارات الرئيسة للتدفقات النقدية المستخدمة لأغراض التقييم، ويمكن القول أنه عبارة عن طريقة لتقييم إمكانية تحقيق الاستثمار للعائد المطلوب ولتحديد قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية لسداد الدين وتسعير أسهم الشركة عن طريق القيمة الحالية لهذه التدفقات.

بالإضافة إلى أنه يمكن استخدام التدفقات النقدية الحرة في أربعة مجالات أخرى: كعمليات الاستحواذ وعمليات إعادة شراء الأسهم، توزيعات الأرباح أو تخفيض الديون.¹

ظهر مفهوم التدفقات النقدية الحرة في أدبيات الإدارة المالية تحت مجموعة مختلفة من المصطلحات مثل: التدفقات النقدية الفائضة أو الإضافية أو القابلة للتوزيع أو القابلة للإنفاق.

والفكرة وراء كل هذه المصطلحات هي قياس النقدية المتولدة عن الأنشطة التشغيلية خلال المدة التي يمكن توزيعها على المساهمين أو استثمارها دون التأثير في النمو المستقبلي للشركة.

يتم تعريف مفهوم التدفقات النقدية الحرة " بأنها الأموال الإضافية والتي يمكن استغلالها لأغراض استثمارية لتوليد تدفقات نقدية مستقبلية.

أو التدفقات النقدية الحرة: هي مقدار التدفقات النقدية المتاحة للتوزيع على المستثمرين، وتعتبر التدفقات النقدية الحرة مقياساً لقدرة الشركة على توليد النقد لاستخدامه وإعادة دفعات الدين أو لزيادة العوائد للمساهمين. لذا فإن قيمة الشركة ترتبط ارتباطاً مباشراً بقدرتها على توليد التدفقات النقدية الحرة.²

ويتم تعريفها أيضاً بأنها السيولة أو النقدية المتاحة للتوزيع على المستثمرين بعد تغطية المتطلبات الاستثمارية ورأس المال العامل"³.

¹ Christy , G., (2009) ,Free Cash Flow: Seeing Through Accounting Fog Machine to Find Great Stocks, P53.

² Brigham , Houston ,(2016) , Fundamental of Financia] Management, P73.

³ Breally , R., Myers, S., Allen,F. (2015) ,Principles of Corporate Finance,P209.

أو" أنها عبارة عن النقد المتاح بعد الوفاء بجميع الالتزامات الحالية، وهي مدفوعات مطلوبة لمواصلة عمليات السداد وإعادة الاستثمار المنتظم للحفاظ على الأنشطة التشغيلية الحالية".¹

وتعرف أيضا التدفقات النقدية الحرة بأنها التدفقات النقدية المتبقية بعد أن استثمرت الشركة في صافي القيمة الحالية المتاح.²

ويرى وانغ التدفقات النقدية الحرة "على أنها الدخل التشغيلي قبل الاستهلاك والمصروفات ناقص ضريبة دخل الشركات ومصروفات الفائدة وتوزيعات الأرباح النقدية".³

أما دامودران فوجد أنها "عبارة عن التدفقات النقدية المتبقية بعد الوفاء بجميع الالتزامات المالية بما في ذلك دفعات الديون والنفقات الرأسمالية واحتياجات رأس المال العامل".⁴

وعلى الرغم من أن توزيعات الأرباح هي التدفقات النقدية الفعلية المدفوعة لحملة الأسهم، إلا أن نماذج التدفقات النقدية الحرة المخصصة تعتمد على النقد المتاح للتوزيع، ولكن لا يتم توزيعها بالضرورة على المساهمين.

ويعتبر هذا النموذج مهماً لسببين رئيسيين:

- تتأثر خيارات الإدارة نحو التوسع بالاستثمارات بالربحية الحالية والمتوقعة وحالة الأصول المستقبلية والتغيرات في مستوى الديون، والتي جميعها بشكل تفاعلي تحدد التدفقات النقدية الحرة والتي تؤثر مستقبلاً على قيمة الشركة.
- أن منهج تقييم الشركة بالتدفقات النقدية الحرة هو واسع وسهل الاستخدام بغض النظر عن نوعية وطبيعة الشركة.

¹ Mills , J., Richard, M., (2002), "Defining Free Cash Flow", P102.

² Jensen, M., (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow , Corporate Finance and Take over", PP 323- 339

³ Wang , G., (2010),"The Impact of Free Cash Flow and Agency Costs on Firm Performance" , PP 408-418.

⁴ Damodaran ,A., (2002), Investment Valuation , P487.

3-2-2-2- أشكال التدفقات النقدية الحرة:

تركزت الأدبيات على مفهومين للتدفقات النقدية الحرة، وذلك إما عن طريق خصم مباشر للتدفقات النقدية الحرة إلى حقوق الملكية، أو غير مباشر من خلال حساب التدفقات النقدية الحرة للشركة ككل، ثم طرح قيمة رأس المال من غير الأسهم (الأسهم الممتازة والديون عادة)، ويطلق عليهما أيضاً بتقييم الشركة وتقييم حقوق الملكية، وهذا ما يعني أن هناك مسارين للتقييم، الأول هو تقييم حصة الأسهم فقط، والثاني هو تقييم الشركة بأكملها والتي تشمل إلى جانب حقوق الملكية أصحاب المطالبات في الشركة (حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة).

يستخدم كل من المفهومين طريقة الخصم للتدفقات النقدية، إلا أن معدلات الخصم تختلف في كل منهما، فبينما يتم الحصول على قيمة حقوق الملكية عن طريق خصمها بمعدل العائد المطلوب، يتم الحصول على قيمة الشركة عن طريق خصم هذه التدفقات بمتوسط التكلفة المرجحة لرأس المال، وهو تكلفة المكونات المختلفة للتمويل التي تستخدمها الشركة.

3-2-2-1- التدفقات النقدية المتاحة للملكية (Free Cash Flow to Equity)

تعتبر عن صافي التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية المتاحة للتوزيع على المساهمين بعد دفع كافة النفقات ومتطلبات رأس المال العامل الضرورية واللازمة للمحافظة على القدرة الإنتاجية الحالية للمنشأة بما فيها سداد الديون وفوائدها المستحقة¹. حيث تقدر التدفقات النقدية الحرة إلى حقوق الملكية الجزء من الشركة الذي ينتمي للمساهمين، وهو نموذج مشابه لنموذج خصم الأرباح مع تعديل رئيسي وبسيط، وهو أنه يمثل نمودجا تخصم به التدفقات النقدية المحتملة بدلاً من الأرباح المتوقعة، ولقد تم استخدام التدفقات النقدية الحرة إلى حقوق الملكية للحكم على جاذبية الشركات للاستثمار فيها، وقد رأى بافيت " أنه يجب الحكم على الشركات بناء على ما أسماه (أرباح المستثمر)² ".

يتم حساب حقوق المساهمين عن طريق خصم التدفقات النقدية الحرة إلى تكلفة حقوق الملكية بمعدل الخصم الذي يمثل المخاطر الجوهرية لأرباح الأسهم، كما أن التدفقات الحرة هي التدفقات المتاحة

¹ Damodaran ,A., (2002), Investment Valuation , P533.

² Hagstorm . R., (2004), The Warren Buffet Way , P 205.

لأصحاب الأسهم في الشركة وذلك بعد دفع جميع مصاريف التشغيل والفوائد والمدفوعات الأساسية، حيث يتم إعطاء الصيغة الرياضية بالشكل التالي¹:

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFE}}{(1+K)^t} \quad (1-3)$$

حيث أن :

FCFE: التدفقات النقدية الحرة لحقوق الملكية

K: معدل الخصم

يعني ذلك، عندما يتم استبدال أرباح الأسهم بالتدفقات النقدية الحرة لقيمة حقوق الملكية فهذا مؤشر ضمنى أن هذه الأرباح ستعود للمساهمين؛ ونتيجة لذلك لن يكون هنالك تراكم نقدي للشركة في المستقبل حيث أن السيولة النقدية المتوفرة بعد سداد مدفوعات الديون واحتياجات إعادة الاستثمار هي للمساهمين، وسيشمل النمو المتوقع في التدفقات النقدية نمو الدخل من التشغيل والأصول وليس النمو في الدخل من الزيادات في الأوراق المالية القابلة للتداول². يشبه هذا النموذج نموذج غوردن للنمو في افتراضاته الأساسية أيضاً، ويمكن القول على أنه بديل لهذا النموذج، ويعمل تحت بعض القيود نفسها؛ من أن معدل الخصم المستخدم في النموذج أقل أو يساوي معدل النمو الاسمي المتوقع في الاقتصاد الذي تعمل فيه الشركة، ويجب أن يتم النمو بمعدل مستقر؛ أي أن التدفقات النقدية الحرة يجب أن تنمو بمعدل مستقر تقريبا من سنة إلى أخرى³.

3-2-2-2- التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمنشأة (Free Cash Flow to Firm):

يتم من خلال هذا النموذج الحصول على قيمة الشركة ككل، وذلك بخصم التدفقات النقدية الحرة للمنشأة بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، وينظر إلى هذا النموذج على أنه طريقة بديلة لتقييم الأسهم.

¹ Carl , B., (2015) , Corporate Valuation Using The Free Cash Flow Method , P33.

²Damodaran, A., (2006) , Valuation Approaches and Metric: A Survey of Theory and Evidence P21.

³ Carl , B., (2015) , Corporate Valuation Using The Free Cash Flow Method ,P34.

وقد وجد ميلر " أن قيمة الشركة هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية التشغيلية بعد الضرائب أو بمعنى آخر هي التدفقات النقدية بعد الضرائب واحتياجات إعادة الاستثمار ولكن قبل مدفوعات الدين"¹ .

ويمكن تعريفها على أنها صافي التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية بعد دفع كافة النفقات اللازمة لإدارة المنشأة وتشغيلها والتوسع الاستثماري.

حيث أن²:

$$\text{Value of firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}}{(1+WACC)^t} \quad (2-3)$$

FCFF: التدفقات النقدية الحرة من الأصول التشغيلية.

WACC : متوسط التكلفة لمرجح لرأس المال.

وبما أن التدفقات النقدية هنا هي التدفقات النقدية من الأصول التشغيلية، فإن تكلفة رأس المال يجب أن تعكس فقط المخاطر التشغيلية للشركة، أي أن القيمة الحالية التي يتم الحصول عليها بخصم التدفقات النقدية بتكلفة رأس المال هي قيمة الأصول التشغيلية فقط التي تساهم في الدخل التشغيلي، ويتطلب هذا النموذج معلومات حول نسب الدين وأسعار الفائدة وذلك لتقدير المتوسط المرجح لرأس المال.

يمكن ملاحظة أن هذا النموذج يتماشى مع النموذج العام للتدفقات النقدية المخصومة (أي أن قيمة الشركة هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المخصومة)، حيث تتغير تكلفة رأس المال مع تغير نسبة الدين، وبالإضافة إلى أنه يتمتع بدرجة كافية من المرونة كونه يسمح بتغير نسبة الدين مع مرور الوقت.

ولا تختلف شروط هذا النموذج عن الشروط المفروضة في نموذج خصم الأرباح بأن يكون معدل الخصم المستخدم (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) أقل أو يساوي معدل النمو في الاقتصاد (النمو الاسمي إذا كانت تكلفة رأس المال بالقيمة الاسمية والنمو الحقيقي إذا كانت تكلفة رأس المال بالقيمة الحقيقية)³.

¹ Modigliani , F., and Miller ,M., (1958), "The Cost of Capital", PP 261 -297.

² Quiry, P., Salvi , A., Dallochio, M., (2014) , "Corporate Finance : Theory and Practice", P560.

³ Damodaran, A.,(2002), Investment Valuation – Tools and Techniques For Determining The Value of Any Asset , P538.

تعتبر إحدى أكبر نقاط القوة في هذا النموذج بأنه يمكن من دمج المزيج التمويلي في التقييم من خلال معدل الخصم وليس من خلال التدفقات النقدية¹.

3-2-3- قياس التدفقات النقدية الحرة:

يتم تعريف التدفقات النقدية الحرة حسابياً بأنها التدفقات المتولدة من الأنشطة التشغيلية مطروحة منها كل من النفقات الرأسمالية المطلوبة للحفاظ على طاقتها الإنتاجية، وتوزيعات الأرباح المخططة للتوزيع لكل من الأسهم العادية والممتازة، وفيما يلي مجموعة من الطرق لقياس التدفقات النقدية الحرة:

التدفقات النقدية الحرة: (الأرباح قبل الفوائد و الضرائب (١ - نسبة الضريبة) + الإهلاك) - (النفقات الرأسمالية- التغيير في صافي رأس المال العامل)²

التدفقات النقدية الحرة: (الأرباح قبل الفوائد والضرائب _ الفوائد (١ - نسبة الضريبة) + الإهلاك) - (النفقات الرأسمالية- التغيير في رأس المال العامل التشغيلي) + التغيير في صافي القروض³.

التدفقات النقدية الحرة: التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية- النفقات الرأسمالية- توزيعات الأرباح⁴.

التدفقات النقدية الحرة: صافي الدخل - النفقات الرأسمالية + الإهلاك-التغيير في رأس المال العامل + صافي التغيير في رصيد الدين⁵.

¹ Damodaran, A., (2006) , Valuation Approaches and Metric: A Survey of Theory and Evidence, P28.

² Carl , B., (2015) , Corporate Valuation Using The Free Cash Flow Method ,P147.

³ العلي ، أحمد ، مرجع سبق ذكره، ص 161.

⁴ Kieso, E., Weygandt, J., and Warfield, D., (2016) , Intermediate Accounting, P223.

⁵ Damodaran ,A., (2002), Investment Valuation , P488.

إذا، يحدد المحلل أو المستثمر النموذج المناسب حسب أهدافه ومدة استثماره حيث يتم على سبيل المثال، استخدام نماذج خصم التدفقات النقدية في حالة الاستثمار طويل الأجل والمضاعفات في حالة التداول قصير الأجل، وكما تبين سابقاً فإن تصنيف نماذج التقييم الأسهم يعد أداة تحليلية مفيدة ترتبط قيمته العملية بمدى توفر البيانات، حيث تستخدم نسبة السعر إلى القيمة الدفترية في الحالات التي يتعذر فيها تقدير التدفقات النقدية بدقة.

يعرض فيما سبق لما يمكن اعتباره قوة تصنيفات نماذج التقييم، غير أن هذه القوة، أو القدرة تبقى مقيدة وعرضة لانتقادات منها ما يرتبط بالتداخل بين فئات التصنيف، عدا عن أن بعض النماذج تحمي الحدود بين فئات التصنيف كما هو الحال مع نموذج شيلر Shiller CAPE. والذي يعد نموذجاً هجيناً يجمع بين أبعاد مختلفة.

تركز نماذج التصنيف على المنهجية التي يقوم عليها هذا التصنيف، ولا تعطي اهتماماً لموثوقية المخرجات، حيث تعتمد النماذج المطلقة على المدخلات، من مثل معدلات النمو، ومعدلات الخصم وهي غالباً تقديرية؛ وتفترض النماذج النسبية قابلية المقارنة بين الشركات، وهذا الأمر قد لا يكون صحيحاً دائماً... إذاً، تؤثر الافتراضات التي يقوم عليها النموذج على صلاحيته.

تقتل التصنيفات في حالات مهمة من مثل حالة تقييم أسهم الشركات عالية النمو، أو غير الربحية؛ حيث يفشل نموذج التدفقات النقدية المخصومة مثلاً في حال كانت التدفقات النقدية سالبة. يتكيف نموذج شيلر Shiller CAPE مع دورات السوق، والصناعات الدورية، غير أن نسبة السعر/الربح القياسية تقتل، والتصنيف يشير إلى المشكلة من دون حلها، ونخلص إلى أن تصنيف نماذج التقييم، وبالرغم من قدرته وموثوقيته يبقى محدداً، وقد لا يأخذ بالاعتبار التباينات في التطبيق الواقعي.

يمكن تحسين صلاحية التصنيف بالعمل على نماذج هجينة، كأن نجمع النماذج المطلقة مع النسبية مثلاً، أو عبر إجراء تعديلات خاصة من مثل العمل على تعديل الأرباح في شركات الصناعات الدورية، أو التركيز على نمو الإيرادات في الشركات الناشئة، ويجب التأكيد على أن بعض النماذج يمكن أن تندرج تحت فئات مختلفة بحسب التطبيق كما هو حال نموذج شيلر.

يمكن اعتبار التصنيف صحيحاً عند بداية استخدامه، غير أنه لا يصح التعامل الجامد معه، وتتوقف الفائدة منه على الغرض، ونوع الأسهم، أو الأصول موضوع التقييم، وظروف السوق.

3-3-2- تصنيف نموذجي الدراسة:

يندرج مضاعف السعر/الربح المعدل دورياً، أو نموذج شيلر CAPE، أو (P/E 10) ضمن فئة النماذج النسبية، وتحديداً اقتراب مضاعف السعر المعدل *normalized price multiple*، غير أنه يحوي عناصر من التحليل الأساسي طويل الأجل بهدف تخفيف التشوهات، أو التقلبات الدورية. إذاً، هو مضاعف السعر إلى الربح مع إضافة متمثلة باستخدامه أرباحاً معدلة بحسب التضخم على مدى عشر سنوات بما يتماشى مع دورات الأعمال، ومن ثم فإنه يستخدم متوسط الأرباح على مدى عشر سنوات معدلة بحسب معدل التضخم لتخفيف التقلبات قصيرة الأجل، وبخلاف نسبة السعر/الربح التقليدية؛ فإن نموذج شيلر مصمم لتقييم السوق خلال الدورات الاقتصادية، وعليه فإن معدل أو نسبة شيلر هجينة تمزج بين التقييم النسبي حيث تقارن السعر الحالي إلى الأرباح مع تعديل للسلاسل الزمنية، أي اتجاه الأرباح. لا يقوم نموذج شيلر، وبخلاف نموذج خصم التدفقات النقدية على خصم التدفقات النقدية المستقبلية، ولا يركز على القيمة الجوهرية مباشرة، وبدلاً من ذلك يقارن السعر الحالي بالأرباح المعدلة دورياً بالقياس إلى فترة أساس. يستخدم النموذج غالباً لتقييم ما إذا كانت السوق مقيم بأعلى، أو أقل من قيمته بالقياس إلى المعدلات التاريخية.

تشير المقارنة البسيطة لنموذجي الدراسة مع غيرهما من النماذج إلى أن نموذج شيلر Shiller CAPE عبارة عن نموذج تقييم نسبي معدل يقوم على نسبة السعر/الربح التقليدية، ويأخذ متوسط الأرباح على مدى عشر سنوات، ومن ثم فإن الأفق الزمني طويل الأجل، وقد يمتد عقوداً بينما نسبة السعر إلى الربح التقليدية تدخل ضمن نماذج التقييم النسبية، وأفقها الزمني قصير الأجل. يقع نموذج خصم التدفقات DCF ضمن فئة النماذج المطلقة، ويقوم على خصم التدفقات النقدية المستقبلية، ومن ثم فإن الأفق الزمني هنا طويل الأجل، ومثلها أيضاً نموذج النمو عند غوردن Gordon Growth DDM، فهو من النماذج المطلقة، ومقياسه الأساسي هو معدل النمو في التوزيعات، وأفقها الزمني طويل الأجل. ويبقى السؤال عن الفئة التي يندرج ضمنها نموذج شيلر، ويمكن القول ببساطة أن نموذج شيلر عبارة عن نسبة السعر إلى الربح المعدلة دورياً، ويقع ضمن فئة التحليل الأساسي، ويستخدم لتقييم كامل السوق، أو أسهماً محددة.

3-3-3 مزايا وعيوب نموذجي الدراسة:

1- يتميز نموذج شيلر، وباعتباره يقوم على متوسط الأرباح المعدلة دورياً بحسب معدل التضخم على مدى عشر سنوات في أنه يساعد على تخفيف التقلبات الناجمة عن الدورات مما يجعله مفيداً في التقييم طويل الأجل. ويستخدم المستثمرون نموذج شيلر غالباً في حال اعتقدوا أن السوق، أو السهم مقيم بأعلى، أو أقل مما يستحق عبر المقارنة مع المتوسطات التاريخية، وتشير القيمة المرتفعة لنسبة شيلر إلى أن السهم مقيم بشكل مبالغ فيه، أو بأعلى مما يستحق، ومن ثم فإن القيمة المنخفضة للنسبة تشير إلى تقييم منخفض للسهم، أو أنه مقيم بأقل مما يستحق.

2- يتميز نموذج شيلر إضافة إلى ما سبق ذكره بأنه يستخدم لتقييم السوق ككل، ويعطي هذا الأمر فكرة عن العوائد المستقبلية المحتملة استناداً إلى البيانات التاريخية؛ ويركز النموذج على الأفق الاستثماري طويل الأجل مما يجعله مناسباً للمستثمرين الذين يتطلعون إلى الاحتفاظ بمراكزهم لفترات طويلة.

3- يبقى أن يؤكد على محدودية نسبة شيلر على اعتبار أنها تستند على الأرباح التاريخية، ومن ثم قد لا تصلح للتنبؤ بالتقلبات المستقبلية، وعلى اعتبار أن النموذج لا يأخذ بالاعتبار التغيرات في أسعار الخصم فهو غير حساس لأسعار الفائدة.

1- يتميز نموذج التدفقات النقدية الحرة FCF، بأنه يعتبر التدفق النقدي الحر مقياساً مباشراً لقدرة الشركة على توليد النقد، وذلك بعد احتساب النفقات الرأسمالية، مما يجعله مؤشراً قوياً على السلامة المالية.

2- يعطي نموذج التدفقات النقدية الحرة مرونة لعملية التقييم مما يجعله ملائماً لأنواع مختلفة من الشركات بما في ذلك تلك التي لا تعطي توزيعات، ويتيح هذا الأمر إمكانية التطبيق الأوسع مما يمكن أن تعطيه نماذج خصم التوزيعات DDM.

3- يركز نموذج FCF على التدفقات النقدية طويلة الأجل مما يعطي صورة أكثر دقة لقيمة الشركة مع مرور الوقت؛ وتعتبر إمكانية التلاعب بالتدفق النقدي أصعب من التلاعب بالأرباح، ومن ثم بالتوزيعات مما يجعله، أي نموذج التدفقات النقدية الحرة FCF مقياساً أكثر موثوقية من خصم التوزيعات DDM.

1- تتمثل سلبيات نموذج التدفقات النقدية الحرة FCF، في أن تقدير التدفقات النقدية الحرة المستقبلية يشكل تحدياً بسبب عدم اليقين في نمو الإيرادات، والمصروفات، والنفقات الرأسمالية.

2- يمكن لعملية التقييم وفق النموذج المعني أن تكون حساسة للافتراضات بخصوص معدلات النمو، والخصم.

3- يمكن أن يتقلب التدفق قصير الأجل بسبب التغيرات في رأس المال العامل، أو النفقات الرأسمالية، والتي قد لا تعكس الأداء الأساسي.

أخيراً، يجب مراعاة سياق عمل السوق وقيوده، وطبيعته عند تطبيق النماذج، ويتعامل المستثمرون غالباً بمرونة عند الجمع بين هذه النماذج المصممة لملائمة أهدافهم الاستثمارية، وظروف السوق.

الفصل الرابع

اختبار قدرة نموذجي الدراسة على التقييم

المبحث الأول- مصادر البيانات ومتغيرات البحث وآلية حسابها:

1-1-4 مصادر البيانات:

تم الحصول على البيانات المالية للشركات عينة البحث:

- من خلال اعتماد البيانات الواردة بالتقارير السنوية للشركات، والبيانات المنشورة في بورصة دمشق للأوراق المالية خلال المدة من 2012 وحتى 2022، إلى جانب الحصول على بيانات من المصرف المركزي للإحصاء و مصرف سورية المركزي فيما يخص معدلات التضخم.
- وقد تم احتساب النسب المالية على أساس البيانات السنوية الموجودة في القوائم المالية الخاصة بالشركات عينة البحث.

تتكون عينة البحث من أسهم عشر شركات مدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية، والتي توفرت فيها البيانات اللازمة خلال الفترة المدروسة وفيما يلي لمحة موجزة عن هذه الشركات:

- الشركة المتحدة للتأمين:

الجدول رقم (1-1-4) المعلومات الخاصة بالشركة المتحدة للتأمين

اسم الشركة	المتحدة للتأمين (UIC)
رأسمال الشركة	20,000,000,000 ل.س
تاريخ التأسيس	تأسست الشركة المتحدة للتأمين بتاريخ 18 أيار عام 2006.
المراسيم و القوانين الناظمة	تم ترخيص الشركة من قبل هيئة الإشراف على التأمين في سورية بالقرار رقم 100/27 بتاريخ 4 حزيران 2006، سجلت الشركة في السجل الخاص لشركات التأمين لدى هيئة الإشراف على التأمين تحت رقم /1/.
الغاية	غاية الشركة هي مزولة أعمال التأمين المباشرة في كافة فروع التأمين
تاريخ الإدراج في البورصة	تم إدراج أسهم الشركة في بورصة دمشق للأوراق المالية بتاريخ 28 أيار عام 2009

الملاحظات	تزاوّل الشركة نشاطها بالمركز الرئيسي بمدينة دمشق بالإضافة إلى فروع بكل من مدن حلب ، حمص، اللاذقية، طرطوس درعا، حماه، إدلب، الحسكة، دير الزور والقامشلي ¹
-----------	---

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المنشورة في بورصة دمشق للأوراق المالية

- الشركة السورية الدولية للتأمين - آروب:

الجدول رقم(4-1-2): المعلومات الخاصة بالشركة السورية الدولية للتأمين (آروب)

اسم الشركة	السورية الدولية للتأمين-آروب (AROP)
رأسمال الشركة	5,000,000,000 ل.س.
تاريخ التأسيس	تأسست الشركة السورية الدولية للتأمين بتاريخ 20 حزيران عام 2006.
المراسيم و القوانين الناظمة	تم ترخيص الشركة من قبل هيئة الإشراف على التأمين في سورية بالقرار 100/32 بتاريخ 6 تموز 2006، سجلت الشركة في السجل الخاص لشركات التأمين لدى هيئة الإشراف على التأمين تحت رقم/3.
الغاية	غاية الشركة هي مزولة أعمال التأمين المباشرة في كافة فروع التأمين
تاريخ الإدراج	تم إدراج أسهم الشركة في بورصة دمشق للأوراق المالية بتاريخ 7 نيسان عام 2010
الملاحظات	تزاوّل الشركة نشاطها ضمن فروعها بمدينة دمشق و حلب، حمص، حماه، اللاذقية وطرطوس بالإضافة إلى وجود ممثلين لها في فروع بنك سورية و المهجر ² .

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المنشورة في بورصة دمشق للأوراق المالية

- شركة العقيلة للتأمين التكافلي:

الجدول رقم(4-1-3): المعلومات الخاصة بشركة العقيلة للتأمين التكافلي

اسم الشركة	العقيلة للتأمين التكافلي(ATI)
رأسمال الشركة	5,000,000,000 ل.س.
تاريخ التأسيس	تأسست شركة العقيلة للتأمين التكافلي بتاريخ 16 كانون الثاني عام 2008.
القوانين والمراسيم الناظمة	تم ترخيص الشركة من قبل هيئة الإشراف على التأمين في سورية بالقرار رقم 100/151 بتاريخ 27 آذار

¹ التقارير المالية المتوفرة على الموقع الرسمي للشركة المتحدة للتأمين <http://www.UIC.com.sy/ar/>

² التقارير المالية المتوفرة على الموقع الرسمي للشركة السورية الدولية للتأمين <http://www.AROP.com.sy/ar/>

2008.	
غاية الشركة مزاولة أعمال التأمين التكافلي بما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية ¹ .	الغاية
تم إدراج أسهم الشركة في بورصة دمشق للأوراق المالية بتاريخ 22 آب عام 2010.	تاريخ الإدراج في البورصة

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المنشورة في بورصة دمشق للأوراق المالية

- الشركة السورية الوطنية للتأمين:

الجدول رقم (4-1-4): المعلومات الخاصة بالشركة السورية الوطنية للتأمين

اسم الشركة	السورية الوطنية للتأمين (NIC)
رأسمال الشركة	1,500,000,000 ل.س
تاريخ التأسيس	شركة مساهمة عامة تأسست بتاريخ 18 حزيران عام 2006.
القوانين والمراسيم الناظمة	حازت الشركة على الترخيص بمزاولة المهنة من هيئة الإشراف على التأمين السورية بالقرار رقم 100/35 الصادر بتاريخ 6 آب 2006. وقد سجلت الشركة في السجل الخاص لشركات التأمين لدى هيئة الإشراف على التأمين تحت رقم 4/.
الغاية	غاية الشركة هي مزاولة أعمال التأمين المباشرة في كافة فروع التأمين.
تاريخ الإدراج في البورصة	تم إدراج أسهم الشركة في بورصة دمشق للأوراق المالية بتاريخ 2 حزيران 2010 ² .

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المنشورة في بورصة دمشق للأوراق المالية

- شركة الاتحاد التعاوني للتأمين:

الجدول رقم (5-1-4): المعلومات الخاصة بشركة الاتحاد التعاوني للتأمين

اسم الشركة	الاتحاد التعاوني للتأمين (SAIC)
رأسمال الشركة	1,250,000,000
تاريخ التأسيس	تأسست بتاريخ 24 أيلول عام 2007
القوانين و المراسيم	تم ترخيص الشركة من قبل هيئة الإشراف على التأمين في سورية بالقرار رقم 100/141 بتاريخ

¹ التقارير المالية المتوفرة على الموقع الرسمي لشركة العقيلة للتأمين التكافلي <http://www.ATI.com.sy/ar/>

² التقارير المالية المتوفرة على الموقع الرسمي للشركة السورية الوطنية للتأمين <http://www.NIC.com.sy/ar/>

الناظمة	13 شباط 2008 سجلت الشركة في السجل الخاص لشركات التأمين لدى هيئة الإشراف على التأمين تحت الرقم 10
الغاية	غاية الشركة هي مزاولة أعمال التأمين المباشرة في كافة فروع التأمين
تاريخ الإدراج في البورصة	تم إدراج أسهم الشركة في بورصة دمشق للأوراق المالية بتاريخ 22 آب 2011.
الملاحظات	تزاول الشركة نشاطها بالمركز الرئيسي بمدينة دمشق بالإضافة إلى فروع بكل من حلب، حمص، اللاذقية، طرطوس، حماه ¹ .

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المنشورة في بورصة دمشق للأوراق المالية

- الشركة السورية الكويتية للتأمين:

الجدول رقم (4-1-6): المعلومات الخاصة بالشركة السورية الكويتية للتأمين

اسم الشركة	السورية الكويتية للتأمين (SKIC)
رأسمال الشركة	2,000,000,000 ل.س
تاريخ التأسيس	الشركة السورية الكويتية للتأمين شركة مساهمة مغلقة عامة، تأسست بتاريخ 28 آب عام 2006.
القوانين والمراسيم الناظمة	حازت الشركة على الترخيص بمزاولة المهنة من هيئة الإشراف على التأمين السورية بالقرار رقم 100/44 الصادر بتاريخ 10 تشرين الأول 2006. وقد سجلت الشركة في السجل الخاص لشركات التأمين لدى هيئة الإشراف على التأمين.
الغاية	غاية الشركة مزاولة أعمال التأمين المباشرة في كافة فروع التأمين
تاريخ الإدراج في البورصة	تم إدراج أسهم الشركة في بورصة دمشق للأوراق المالية بتاريخ 28 أيار 2012.
الملاحظات	يمتد نشاط الشركة ليشمل فروع في كل من المحافظات (حلب - حمص - اللاذقية - وطرطوس)، و تمتلك الشركة ش.م.ك - الكويت 38.96% من أسهم الشركة ²

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المنشورة في بورصة دمشق للأوراق المالية

¹ التقارير المالية المتوفرة على الموقع الرسمي لشركة الاتحاد التعاوني للتأمين <http://www.SAIC.com.sy/ar/>

² التقارير المالية المتوفرة على الموقع الرسمي للشركة السورية الكويتية للتأمين <http://www.SKIC.com.sy/ar/>

- الشركة الأهلية للنقل:

الجدول رقم (4-1-7): المعلومات الخاصة بالشركة الأهلية للنقل

اسم الشركة	الأهلية للنقل (AHT)
رأسمال الشركة	1000,000,000 ل.س
تاريخ التأسيس	تأسست بتاريخ 28 نيسان عام 1992
القوانين والمراسيم الناظمة	تطبيقاً لأحكام قانون الشركات الصادر بالمرسوم التشريعي رقم /29/ لعام 2011 وقرار هيئة الأوراق و الأسواق المالية السورية رقم /49/ لعام 2011 فقد تم تجزئة أسهم الشركة وتعديل القيمة الاسمية ليصبح عدد أسهم الشركة مليوني سهم وبقيمة اسمية للسهم الواحد قدرها ليرة سورية مدفوعة بالكامل.
الغاية	تقوم الشركة بأعمال نقل الركاب ونقل الطرود و الرسائل البريدية و الحوالات المالية بالإضافة إلى كونها مكتب للسياحة و السفر.
تاريخ الإدراج في البورصة	تم إدراج أسهم الشركة في بورصة دمشق للأوراق المالية بتاريخ 2 آذار 2009.
الملاحظات	تنوزع فروع ومكاتب الشركة في مدن (دمشق - حمص - حماة - محردة - السقيلبية - السلمية - حلب - اللاذقية - طرطوس - الرقة) ¹ .

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المنشورة في بورصة دمشق للأوراق المالية

- شركة المجموعة المتحدة للنشر و الإعلان و التسويق:

الجدول رقم (4-1-8): المعلومات الخاصة بشركة المجموعة المتحدة للنشر و الإعلان و التسويق

اسم الشركة	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق (UG)
رأسمال الشركة	450,000,000 ل.س
تاريخ التأسيس	تأسست شركة المجموعة المتحدة كشركة مساهمة مغلقة في 3 تشرين الأول من العام 2004
الغاية	غاية الشركة القيام بجميع أعمال الدعاية والإعلان والطباعة وإبرام الاتفاقيات و العقود المتعلقة بالمشاريع وصناعة السينما واستيراد جميع مستلزمات الإنتاج من آلات وتجهيزات وآليات لإقامة و تشغيل مشاريعها وخدمات الاتصالات ودار النشر، حيث تمتلك الشركة العديد من النشاطات و التراخيص مثل مجلة ليالينا، مجلة توب جبر، مجلة واتس أون، مجلة ماري كلير، مجلة جالا، نشاط اللوحات الطرقية، سيريا كول، جريدة بلدنا (باللغتين العربية و الانكليزية) الصفحات الصفراء و الدليل السياحي (مرحبا سورية) بالإضافة إلى مطبعة للجرائد.

¹ التقارير المالية المتوفرة على الموقع الرسمي للشركة الأهلية للنقل <http://www.AHT.com.sy/ar/>

تم إدراج أسهم الشركة في بورصة دمشق للأوراق المالية بتاريخ 3 آذار عام 2009.	تاريخ الإدراج في البورصة
خلال العام 2011 دخلت الشركة في عقد استثمار مع شركة الوسيط إنترناشيونال على أن تكون الشركة صاحبة الحق الحصري باستعمال اسم جريدة الوسيلة وتمثيلها أمام الغير في كافة أراضي الجمهورية العربية السورية و انتهى العقد في عام 2021 ¹ .	الملاحظات

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المنشورة في بورصة دمشق للأوراق ال.س لمالية

- الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية:

الجدول رقم (4-1-9): المعلومات الخاصة بالشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية

الأهلية لصناعة الزيوت النباتية (AVOC)	اسم الشركة
1,500,000,000 ل.س	
الشركة الأهلية للزيوت النباتية هي شركة مساهمة مغلقة عامة تأسست بتاريخ 1995/7/3	تاريخ التأسيس
غايته إقامة مشروع لإنتاج الزيوت النباتية والسمن النباتي وما يرتبط بهذه الصناعة من صناعات تتفرع عنها أو تكملها.	الغاية
تم إدراج أسهم الشركة في بورصة دمشق للأوراق المالية بتاريخ 10 حزيران عام 2009	تاريخ الإدراج في البورصة
تساهم الهيئة العربية للاستثمار و الإنماء الزراعي و هي إحدى المؤسسات المنبثقة عن منظمات العمل العربي المشترك ب (40%) من رأسمال الشركة ، ويتوزع 60% من أسهم الشركة على (3630) مساهما. يبلغ عدد العاملين في الشركة حوالي (266) عاملا جميعهم مسجلون في التأمينات الاجتماعية.	الملاحظات

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المنشورة في بورصة دمشق للأوراق المالية

¹ التقارير المالية المتوفرة لشركة المجموعة المتحدة للنشر و الإعلان و التسويق / <http://www.UG.com.sy/ar/>

- الشركة الهندسية الزراعية للاستثمار لنماء:

الجدول رقم (4-1-10): المعلومات الخاصة بالشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات لنماء

اسم الشركة	الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات المساهمة المغفلة لنماء (NAMA)
رأسمال الشركة	140,000,000 ل.س
تاريخ التأسيس	الشركة الهندسية الزراعية للاستثمار لنماء سجلت في السجل التجاري لمدينة دمشق برقم 68/م.ع تاريخ 1998/8/18
القوانين و المراسيم الناظمة	وهي شركة أحدثت بالاستناد إلى أحكام المرسوم التشريعي رقم 10/ تاريخ 1986/2/26، وأخضعت لأحكام قانون التجارة فيما لم يرد عليه نص خاص في المرسوم التشريعي المذكور و نظامها الأساسي.
الغاية	الشركة في نظامها الأساسي بتنمية المنتجات الزراعية بشقيها النباتي و الحيواني وفق خطط التنمية الاقتصادية و الاجتماعية للدولة، وذلك عن طريق إقامة المشاريع الزراعية، واستيراد وتصدير وتصنيع وتسويق منتجاتها داخل القطر وخارجه، ولها حق الإسهام والمشاركة في مشاريع مستقلة مع غيرها من المؤسسات و الشركات التي تزاوُل أعمالا شبيهة بأعمالها أو التي تعاونها على تحقيقي أهدافها
تاريخ الإدراج في البورصة	تم إدراج أسهم الشركة في بورصة دمشق للأوراق المالية بتاريخ 15 آذار عام 2009.
الملاحظات	المركز الرئيسي للشركة في مدينة دمشق ¹ .

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المنشورة في بورصة دمشق للأوراق المالية

¹ التقارير المالية المتوفرة للشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات لنماء/ <http://www.NAMA.com.sy/ar>

4-1-2- متغيرات البحث:

- المتغيرات التابعة:

القيمة الحقيقية للسهم المحسوبة وفقا لنموذج شيلر

القيمة الحقيقية للسهم المحسوبة وفقا لنموذج التدفقات النقدية

- المتغيرات المستقلة:

الربحية المعدلة بالتضخم

التدفقات النقدية الحرة

4-1-3- آلية احتساب متغيرات البحث:

يتم احتساب متغيرات البحث للسنوات من خلال ما يلي:

1- القيمة الحقيقية وفقا لنموذج شيلر:

ويتم احتسابها من خلال المعادلة الآتية وهي:

$$CAPE = \frac{\text{Stock Price}}{\text{Average Earning Adjusted for Inflation}} \quad (1-4)$$

وقد تم الحصول على القيمة الحقيقية باستخدام نموذج شيلر لكل شركة من الشركات عينة البحث من خلال:

- ❖ حساب معدل الربحية السنوي لكل شركة من أسهم الشركات وذلك من خلال قسمة صافي الربح بعد الفوائد و الضرائب على عدد الأسهم.
- ❖ الحصول على مؤشر أسعار المستهلك من خلال التقارير المنشورة في المصرف المركزي للإحصاء و مصرف سورية المركزي .
- ❖ تعديل الربحية لكل سنة من سنوات البحث بالتضخم السنوي من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{Real Earnings} = \frac{\text{CPI in based year}}{\text{CPI in current year}} \times \text{Nominal Earnings} \quad (2-4)$$

$$\text{CPI in based years} = \text{CPI in (2010)}$$

الربحية الحقيقية = (مؤشر أسعار المستهلك في سنة الأساس / مؤشر أسعار المستهلك في السنة الحالية) × الربحية الاسمية.

مؤشر أسعار المستهلك في سنة الأساس = مؤشر الأسعار في سنة 2010

تم اختيار سنة 2010 باعتبارها سنة تمثل حالة استقرار نسبي في البيئة الاقتصادية السورية، مما يجعلها مرجعا محايدا للأسعار. كما وتعتمد الجهات الإحصائية الرسمية لهذه السنة أساسا لحساب التضخم .

❖ حساب متوسط أسعار الإغلاق الشهرية وذلك للحصول على متوسط السعر السوقي السنوي لأسهم كل شركة من الشركات عينة البحث.

2- القيمة الحقيقية وفقا لنموذج التدفقات النقدية :

❖ حساب التدفقات النقدية الحرة من خلال المعادلة الآتية :

$$FCFE = \text{Net Income} - \text{CapeX} + \text{Net Debt Issued} \quad (3 - 4)$$

التدفقات النقدية الحرة إلى حقوق الملكية = صافي الدخل - التدفقات الرأسمالية + صافي الدين

❖ خصم التدفقات النقدية لكل سنة من سنوات الدراسة باستخدام معدل الخصم K وذلك من خلال المعادلة الآتية:

$$V_{\text{Equity}} = \frac{FCFE}{K} \quad (4 - 4)$$

القيمة الحقيقية وفقا لنموذج التدفقات النقدية = التدفقات النقدية الحرة إلى حقوق الملكية / سعر الفائدة السوقي على القروض طويلة الأجل.

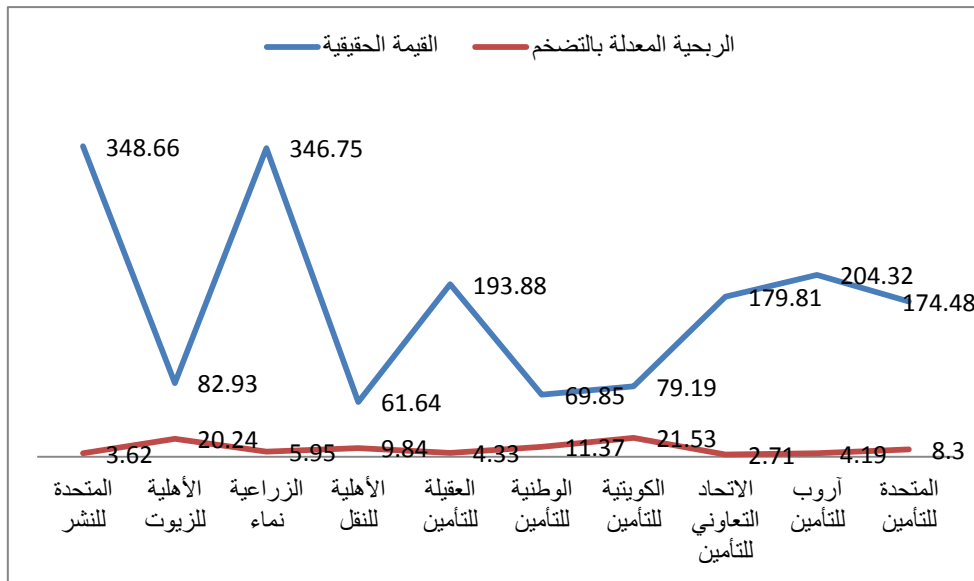
المبحث الثاني - الإحصاءات الوصفية

1-2-4 تحليل العلاقة بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية المحسوبة وفقا لنموذج شيلر (متوسطات الأداء والانحرافات المعيارية):

من أجل فهم طبيعة العلاقة بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات محل البحث، تم إجراء تحليل بياني يعرض متوسط الربحية المعدلة بالتضخم ومتوسط القيمة الحقيقية خلال الفترة الممتدة من 2012 وحتى 2022، إضافة إلى تحليل بياني لدرجة الانحراف المعياري لهذين المتغيرين.

ويهدف هذا العرض إلى تحديد مدى التوافق أو التباين بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية ورصد نمط العلاقة بين المتغيرين ليس فقط عبر المتوسطات بل من حيث درجة الاستقرار أو التذبذب للمتغيرات المدروسة.

الشكل رقم (1-2-4) متوسط الربحية المعدلة بالتضخم و القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

يظهر الشكل البياني وجود علاقة بين القيمة الحقيقية لأسهم الشركات و الربحية المعدلة بالتضخم خلال فترة الدراسة، يلاحظ أن القيمة الحقيقية ارتفعت لدى معظم الشركات في الوقت الذي شهدت فيه الربحية المعدلة بالتضخم تراجعاً ملحوظاً. نتيجة لأن ارتفاع معدلات التضخم ، وانخفاض أرباح الشركات أدى

إلى تآكل الأرباح الحقيقية، مما رفع من قيمة الأسهم حيث تعتبر الأسهم أكثر كلفة بناء على قيمتها الحقيقية المعدلة والتي تأخذ التضخم في الحسبان على المدى الطويل.

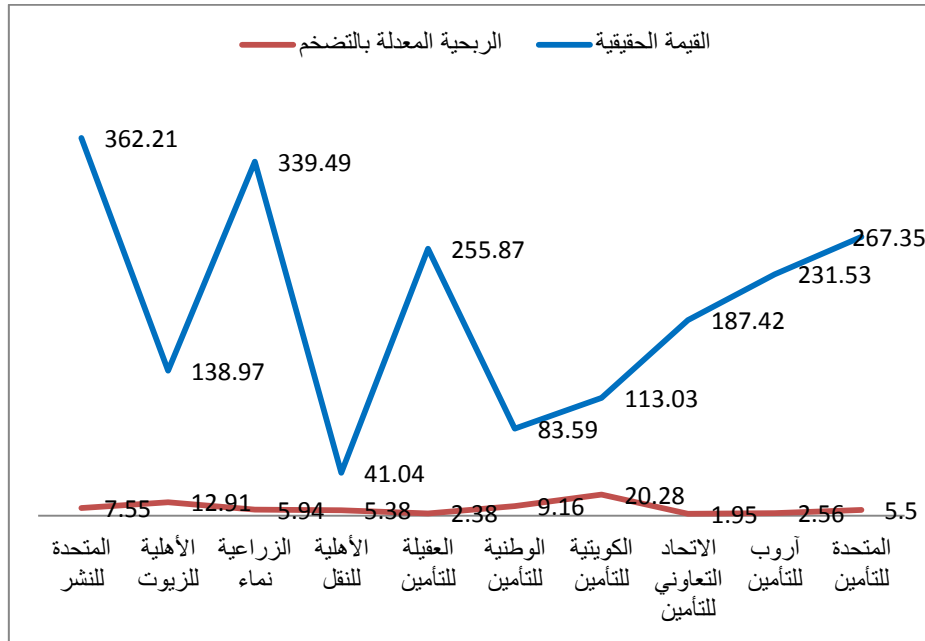
يبدو ذلك واضحا لدى كل من الشركة المتحدة للتأمين وشركة أروب للتأمين والاتحاد التعاوني للتأمين والعقيلة للتأمين والتمتددة للنشر والتسويق بالإضافة إلى الشركة الهندسية الزراعية نماء، وهذا إن دل على شيء فهو يدل على ضعف هذه الشركات على تحقيق عوائد حقيقية للمستثمرين خلال هذه الفترة.

هذا النمط يتوافق مع ما توصل إليه روبرت شيلر في أبحاثه حول سلوك الأسواق المالية وتقلباتها غير المبررة في كتابه الوفرة الطائشة، "بأن الأسواق المالية لا تعمل دوما بكفاءة تامة وتمر بفترات من التسعير المبالغ فيه، نتيجة لارتفاع معدلات التضخم و المضاربة للمستثمرين، لا بفعل التحسن الفعلي في الأداء المالي للشركات".

في حين أظهرت كل من شركتي الأهلية للنقل و الأهلية للزيوت بالإضافة إلى الشركة الكويتية و الشركة الوطنية للتأمين ارتفاع طفيف في الربحية المعدلة بالتضخم وهو ما أدى إلى انخفاض في القيمة الحقيقية لأسهم هذه الشركات، وهذا ما يعني أن أسهم هذه الشركات أصبحت أكثر جاذبية من منظور التقييم التاريخي.

وهذا يتوافق أيضا مع ما توصل إليه شيلر و يدعم الاتجاه السابق، فعندما تكون القيمة الحقيقية منخفضة تميل عوائد السوق إلى أن تكون أعلى ، وهو ما يمثل فرص أفضل للعوائد المستقبلية على المدى الطويل.

الشكل رقم (2-2-4) متوسط انحراف الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

يلاحظ من خلال الشكل السابق أن هناك نمطا عاما يشير إلى ارتفاع انحراف القيمة الحقيقية مقابل انحراف الربحية المعدلة بالتضخم في معظم الشركات عينة البحث، وهذا نتيجة لارتفاع القيمة الحقيقية في ظل تراجع الربحية المعدلة بالتضخم، هذا الاتجاه يؤكد على أن السوق يبالغ في تقييم معظم الشركات . حيث أن انخفاض ربحية الشركات خلال سنوات الدراسة وارتفاع معدلات التضخم أثر بشكل واضح على القيمة الحقيقية للعوائد.

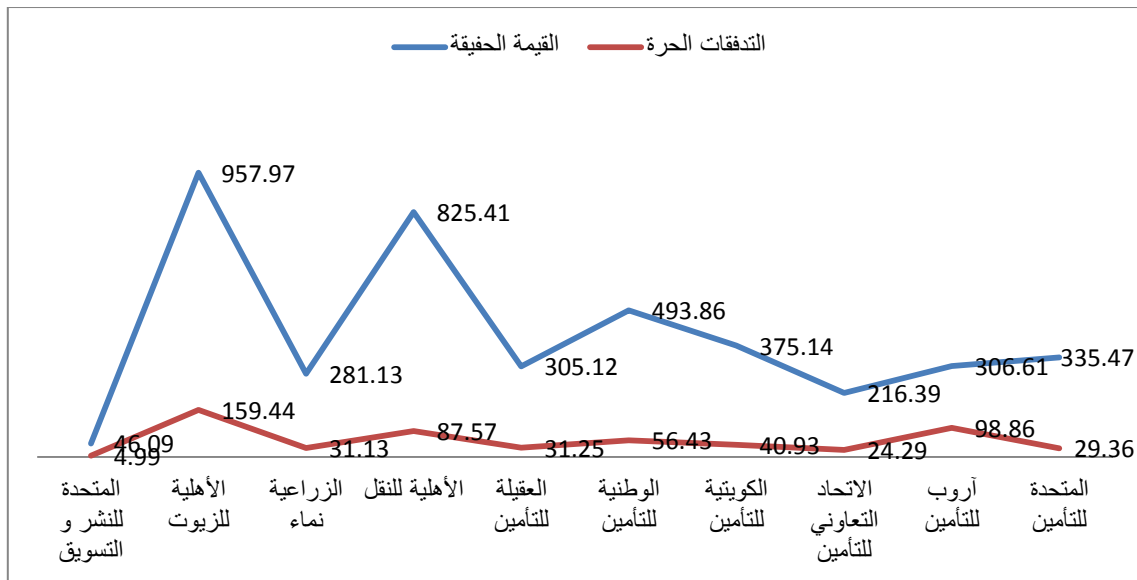
في حين أن شركات مثل الأهلية للنقل والشركة الكويتية للتأمين والشركة الوطنية للتأمين تظهر مستويات منخفضة في الانحرافات الحاصلة في القيمة الحقيقية وذلك لارتفاع نسبي في الانحراف الحاصل في الربحية المعدلة بالتضخم لهذه الشركات.

2-2-4- تحليل العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات (متوسطات الأداء والانحرافات المعيارية):

من أجل فهم طبيعة العلاقة بين التدفقات الحرة والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات، تم إجراء تحليل بياني يعرض متوسط التدفقات النقدية الحرة ومتوسط القيمة الحقيقية خلال الفترة الممتدة من 2012 وحتى 2022، إضافة إلى تحليل لدرجة الانحراف المعياري لهذين المتغيرين.

ويهدف هذا العرض أيضا إلى تحديد مدى التوافق أو التباين بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية ورصد نمط العلاقة بين المتغيرين ليس فقط عبر المتوسطات بل من حيث درجة الاستقرار أو التذبذب للمتغيرات المدروسة.

الشكل رقم (4-2-3) متوسط التدفقات الحرة والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث



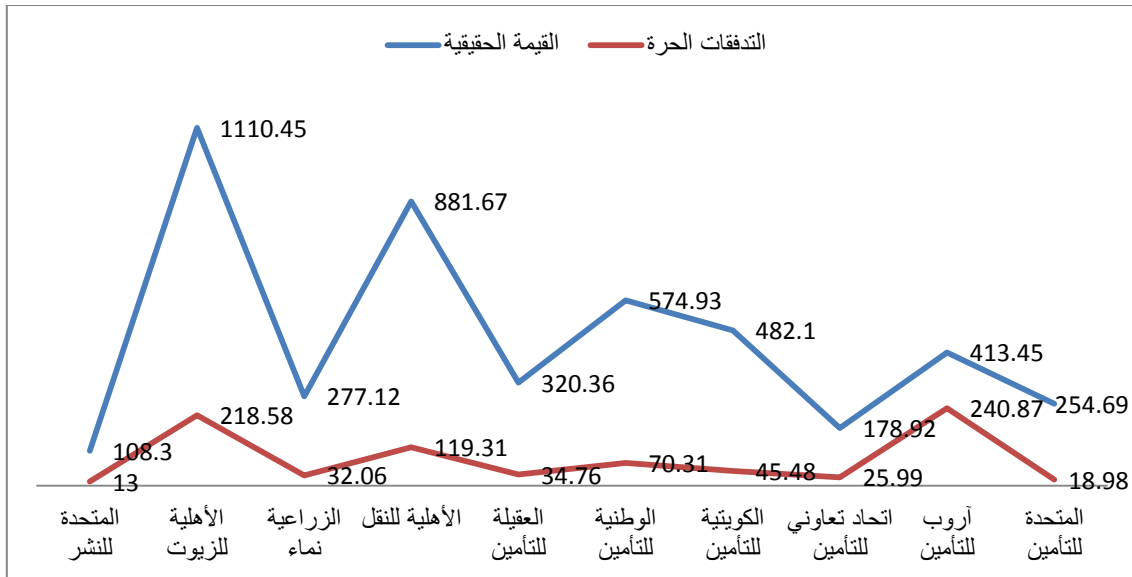
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

يعرض الشكل البياني السابق العلاقة بين متوسط التدفقات النقدية الحرة ومتوسط القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث، وتظهر النتائج ميلا عاما نحو علاقة طردية بين المتغيرين حيث ترتفع القيمة في معظم الحالات مع ارتفاع التدفقات الحرة كما في الشركة الوطنية للتأمين وأروب للتأمين والشركة السورية الكويتية للتأمين.

كما وسجلت الشركة الأهلية للزيوت أعلى متوسط من التدفقات الحرة والقيمة الحقيقية وذلك نتيجة لاعتمادها على التمويل بالدين، حيث بلغت إجمالي الديون للشركة الأهلية للزيوت من السندات والتسهيلات المصرفية خلال فترة الدراسة مليار وأربعمئة مليون ليرة سورية، وهو ما أدى إلى تضخيم نتائج أدائها المالي، أما الشركة الأهلية للنقل فيعود سبب الارتفاع الحاصل في متغيراتها المدروسة نتيجة لارتفاع صافي تدفقاتها النقدية التشغيلية وعدم قيامها بزيادة رأسمالها وإصدار أسهم جديدة، فقد بلغت إجمالي الزيادة في تدفقاتها النقدية التشغيلية (1362681400) خلال فترة الدراسة.

كما وتنخفض القيمة الحقيقية مع انخفاض التدفقات النقدية الحرة لأسهم شركات العقيلة للتأمين والاتحاد التعاوني للتأمين والشركة الهندسية الزراعية للاستثمار نماء والشركة المتحدة للنشر والتسويق والتي سجلت أدنى مستوى في متغيراتها المدروسة نتيجة لانعدام النفقات الرأسمالية خلال الفترة الممتدة من 2018 وحتى 2021 وهو ما أدى إلى ضعف قدرة الشركة على تجديد أصولها الإنتاجية والحفاظ على كفاءتها التشغيلية انعكس هذا الأمر بصورة مباشرة على تراجع التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية حيث انخفضت التدفقات النقدية التشغيلية بمقدار (2284102) وانخفضت معه التدفقات النقدية الحرة وهو ما أدى لانخفاض القيمة المحسوبة وفقا لنموذج التدفقات النقدية. هذه النتيجة تتوافق مع ما تم التوصل إليه وتدعم الاتجاه والعلاقة الطردية السابقة الذكر.

الشكل رقم (4-2-4) متوسط انحراف التدفقات النقدية الحرة و القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

يلاحظ من خلال الشكل أن هناك نمطا عاما يشير إلى تأثر انحراف القيمة بالتقلبات الحاصلة في التدفقات النقدية الحرة، حيث أن ارتفاع انحراف التدفقات النقدية الحرة يقابله بارتفاع في انحراف القيمة والعكس، وهذا ما يشير إلى وجود علاقة طردية بين هذين المتغيرين.

فقد سجلت الشركة الأهلية للزيوت أعلى مستوى انحراف في قيمتها الحقيقية وذلك نتيجة لاعتمادها على التمويل بالدين، تليها الشركة الأهلية للنقل، بينما سجلت بقية الشركات مستويات طبيعية من التذبذب في كلا المتغيرين المدروسين.

المبحث الثالث - التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات

يتم قياس متغيرات البحث لكل شركة من الشركات وذلك بالاعتماد على البيانات المالية، وحساب القيمة الحقيقية للأسهم باستخدام نموذج شيلر ونموذج التدفقات النقدية وفقا لآلية الحساب السابقة، أما فيما يخص الأساليب الإحصائية المستخدمة، فقد تم استخدام الانحدار الخطي البسيط وقد تم الاعتماد على برنامج التحليل الإحصائي SPSS لاختبار العلاقة و القدرة التفسيرية وتحليل Anova لاختبار معنوية العلاقة.

بالإضافة إلى أنه تم اللجوء إلى اختبار (Wilcoxon) بسبب صغر حجم العينة، وذلك لاختبار وجود فروق بين متوسطات القيمة الحقيقية المحسوبة وفقا لنموذج شيلر و القيمة الحقيقية المحسوبة وفقا لنموذج التدفقات النقدية.

كما يتم إجراء المقارنة بين القدرة التفسيرية ومعامل الارتباط لكل من التدفقات النقدية الحرة والربحية المعدلة بالتضخم لمعرفة أي منهما يمتلك درجة ارتباط أعلى و قدرة على تفسير التغيرات في القيمة الحقيقية بشكل أفضل، وبناء على ذلك سيتم الوصول إلى النموذج الأفضل للتقييم في بورصة دمشق للأوراق المالية .

1-3-4- اختبار الفرضية الأولى:

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربحية المعدلة بالتضخم وقيم الأسهم الحقيقية للشركات وفقا لنموذج شيلر في بورصة دمشق للأوراق المالية عند مستوى دلالة (0.05).

لاختبار هذه الفرضية سيتم إدخال البيانات المالية المتعلقة بمتوسط الربحية المعدلة بالتضخم و القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث خلال السنوات من 2012 وحتى 2022، من أجل تطبيق الانحدار الخطي البسيط، وذلك لاستخراج قيمة معامل الارتباط R و معامل التحديد R² اللذان يظهران علاقة الارتباط والقدرة التفسيرية بين الربحية المعدلة بالتضخم كمتغير مستقل و القيمة الحقيقية المحسوبة بناء على نموذج شيلر كمتغير تابع، إلى جانب تحليل التباين Anova لاختبار معنوية العلاقة.

الجدول رقم (1-3-4) بيانات الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث

اسم الشركة	متوسط الربحية المعدلة بالتضخم	القيمة الحقيقية المحسوبة وفقا لنموذج شيلر
المتحدة للتأمين	8.30 ل.س	174.48 ل.س
آروب للتأمين	4.19 ل.س	204.32 ل.س
الاتحاد التعاوني للتأمين	2.71 ل.س	179.81 ل.س
الكويتية للتأمين	21.53 ل.س	79.19 ل.س
الوطنية للتأمين	11.37 ل.س	69.85 ل.س
العقيلة للتأمين	4.33 ل.س	193.88 ل.س
الأهلية للنقل	9.84 ل.س	61.64 ل.س
الشركة الزراعية نماء	5.95 ل.س	346.75 ل.س
الأهلية للزيوت	20.24 ل.س	82.39 ل.س
المتحدة للنشر و التسويق	3.62 ل.س	348.66 ل.س

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

أولاً سيتم تقدير المعادلة الأساسية للنموذج :

$$CAPE = B_0 + B_1 RPI + E$$

CAPE: القيمة المحسوبة بناء على نموذج شيلر

RPI: الربحية المعدلة بالتضخم

E: حد الخطأ العشوائي

هذا ومن أجل التحقق من صحة النموذج المستخدم يجب أن تحقق البواقي الشروط الآتية:

- متوسط البواقي يساوي الصفر
- لا يوجد ارتباط ذاتي للبواقي (من خلال اختبار درين واتسن).
- البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي
- التباين ثابت

الجدول رقم (4-3-2) توصيف البواقي للعلاقة بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة

البحث

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	51.0023	229.9433	1.6737E2	63.81002	10
Residual	-9.95603E1	1.48503E2	.00000	71.70308	10
Std. Predicted Value	-1.824-	.981	.000	1.000	10
Std. Residual	-1.309-	1.953	.000	.943	10

a. Dependent Variable: CAPE

المصدر: مخرجات برنامج (Spss)

من خلال الجدول السابق يلاحظ أن متوسط البواقي Residual صفر.

الجدول رقم (4-3-3) نتائج اختبار ديرين واتسن

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.665 ^a	.442	.372	76.05261	1.614

a. Predictors: (Constant), RPI

b. Dependent Variable: CAPE

المصدر: مخرجات برنامج (Spss)

يلاحظ من خلال الجدول السابق أن قيمة ديرين واتسن $DW=1.614$ والقيم الجدولية لها $dl=0.879$, $du=1.320$ وهي محققة المعادلة الآتية:

$$Du < DW < 4 - Du$$

وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي للبواقي عند مستوى دلالة معنوي (0.05).

الجدول رقم (4-3-4) اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للعلاقة الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات

عينة البحث

Tests of Normality

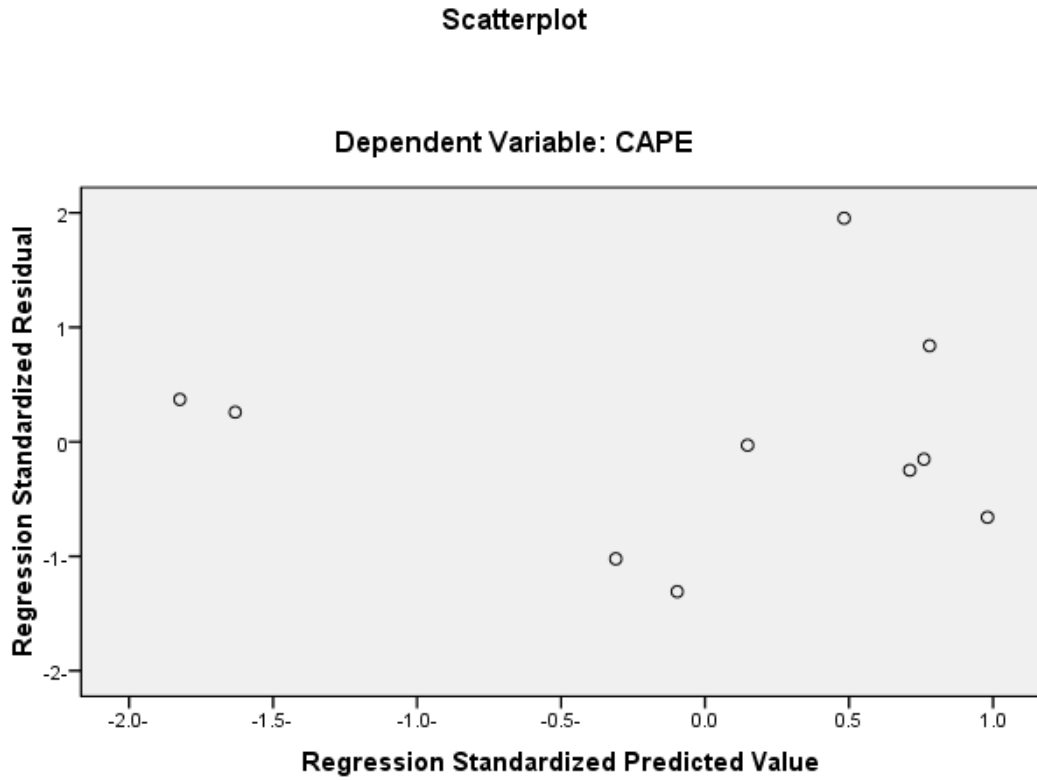
	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Unstandardized Residual	.147	10	.200	.960	10	.787

a. Lilliefors Significance Correction

المصدر: مخرجات برنامج (Spss)

يلاحظ من الجدول السابق أن البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي حيث بلغت مستوى الدلالة 0.787 وهو أكبر من مستوى الدلالة 0.05.

الشكل رقم(4-3-1) انتشار البواقي للعلاقة بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث



المصدر: مخرجات برنامج (Spss)

من خلال الشكل أعلاه يلاحظ أن النقاط منتشرة بشكل عشوائي، ويمكن القول أن التباين ثابت.

ويمكن القول أن الشروط اللازمة لصحة وصلاحيّة النموذج محققة.

بعد التحقق من صحة النموذج المستخدم على البيانات، تم اختبار الفرضية بالنسبة لبيانات أسهم الشركات المدرجة عينة البحث، وذلك عن طريق إجراء اختبار الانحدار الخطي لمتوسط الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية المحسوبة وفقا لنموذج شيلر، وكانت النتائج كالآتي:

الجدول رقم (4-3-5) القدرة التفسيرية للربحية المعدلة بالتضخم بالنسبة لأسهم الشركات عينة البحث

Model Summary^a

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.664 ^a	.441	.371	76.12723	1.614

a. Predictors: (Constant), RPI

b. Dependent Variable: CAPE

المصدر: مخرجات برنامج (Spss)

يلاحظ أن قيمة معامل الارتباط بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة قد بلغت (0.664) مما يشير إلى وجود علاقة بينهما، وبالنظر لمعامل التحديد نجد أن قيمته (0.441) أي أن الربحية المعدلة بالتضخم لها قدرة على تفسير التغيرات في القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة بنسبة 44%.

الجدول رقم (4-3-6) تحليل التباين للعلاقة بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	36554.620	1	36554.620	6.308	.036 ^a
Residual	46362.843	8	5795.355		
Total	82917.462	9			

a. Predictors: (Constant), RPI

b. Dependent Variable: CAPE

المصدر: مخرجات برنامج (Spss)

يتضح من الجدول السابق أن قيمة F هي 6.308 بمستوى دلالة 0.036 وهي أقل من مستوى الدلالة المقبول في الدراسة 0.05 ومعادلة الانحدار دالة . وهذا يعني أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربحية المعدلة بالتضخم و القيمة الحقيقية المحسوبة وفقا لنموذج شيلر بالنسبة لأسهم الشركات عينة البحث.

الجدول رقم (4-3-7) نتائج اختبار T للعلاقة بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث

Coefficients ^a						
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	255.040	42.403		6.015	.000
	RPI	-9.472-	3.771	-.664-	-2.511-	.036

a. Dependent Variable: CAPE

المصدر: مخرجات برنامج (Spss)

يتضح من الجدول السابق أن مستوى الدلالة لمعامل الانحدار 0.036 وهو أصغر من مستوى الدلالة المقبول في الدراسة.

2-3-4- اختبار الفرضية الثانية:

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة و قيم الأسهم الحقيقية للشركات وفقا لنموذج التدفقات النقدية في بورصة دمشق للأوراق المالية عند مستوى دلالة (0.05).

لاختبار هذه الفرضية يتم إدخال البيانات المالية المتعلقة بمتوسط التدفقات النقدية الحرة و القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث خلال السنوات من 2012 وحتى 2022، من أجل تطبيق الانحدار الخطي البسيط، وذلك لاستخراج قيمة معامل الارتباط R و معامل التحديد R² اللذان يظهران علاقة الارتباط والقدرة التفسيرية بين التدفقات النقدية الحرة كمتغير مستقل والقيمة الحقيقية المحسوبة وفقا لنموذج التدفقات النقدية كمتغير تابع، إلى جانب تحليل التباين Anova لاختبار معنوية العلاقة.

الجدول رقم (4-3-8) بيانات التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية لأسهم للشركات عينة البحث

اسم الشركة	متوسط التدفقات النقدية الحرة	متوسط القيمة الحقيقية المحسوبة وفقا لنموذج التدفقات النقدية
المتحدة للتأمين	29.36 ل.س	334.66 ل.س
آروب للتأمين	98.89 ل.س	306.31 ل.س
الاتحاد التعاوني للتأمين	26.28 ل.س	216.38 ل.س
الكويتية للتأمين	40.93 ل.س	375.14 ل.س
الوطنية للتأمين	56.38 ل.س	493.83 ل.س
العقيلة للتأمين	31.25 ل.س	305.12 ل.س
الأهلية للنقل	87.57 ل.س	825.41 ل.س
الشركة الزراعية نماء	31.13 ل.س	281.13 ل.س
الأهلية للزيوت	159.44 ل.س	957.97 ل.س
المتحدة للنشر و التسويق	4.99 ل.س	46.09 ل.س

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Excel

أولا يتم تقدير معادلة النموذج وفق الصيغة الآتية:

$$V_{Equity} = B_0 + (FCFE)B_1 + E$$

V_{Equity} : القيمة الحقيقية المحسوبة بناء على نموذج التدفقات النقدية

FCFE: التدفقات النقدية الحرة.

E: حد الخطأ العشوائي.

هذا ومن أجل التحقق من صحة النموذج المستخدم يجب أن تحقق البواقي الشروط الآتية:

- متوسط البواقي يساوي الصفر
- لا يوجد ارتباط ذاتي للبواقي (من خلال اختبار درين واتسن).

- البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي
- التباين ثابت

الجدول رقم(4-3-9) توصيف البواقي للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	150.4498	939.4310	4.1420E2	235.85444	10
Residual	-3.23812E2	2.53114E2	.00000	146.89872	10
Std. Predicted Value	-1.118-	2.227	.000	1.000	10
Std. Residual	-2.078-	1.625	.000	.943	10

a. Dependent Variable: V equity

المصدر: مخرجات برنامج (Spss)

من خلال الجدول السابق يلاحظ أن متوسط البواقي Residual صفر .

الجدول رقم(4-3-10) نتائج اختبار ديرين واتسن

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.849 ^a	.720	.686	155.80962	1.686

a. Predictors: (Constant), FCFE

b. Dependent Variable: V equity

المصدر: مخرجات برنامج (Spss)

يلاحظ من خلال الجدول السابق أن قيمة ديرين واتسن $DW=1.686$ والقيم الجدولية لها , $d_l=0.879$ و $d_u=1.320$ وهي محققة المعادلة الآتية:

$$D_u < DW < 4 - D_u$$

وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي للبواقي عند مستوى دلالة معنوي (0.05).

الجدول رقم(4-3-11) اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات

عينة البحث

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Unstandardized Residual	.192	10	.200 [*]	.906	10	.252

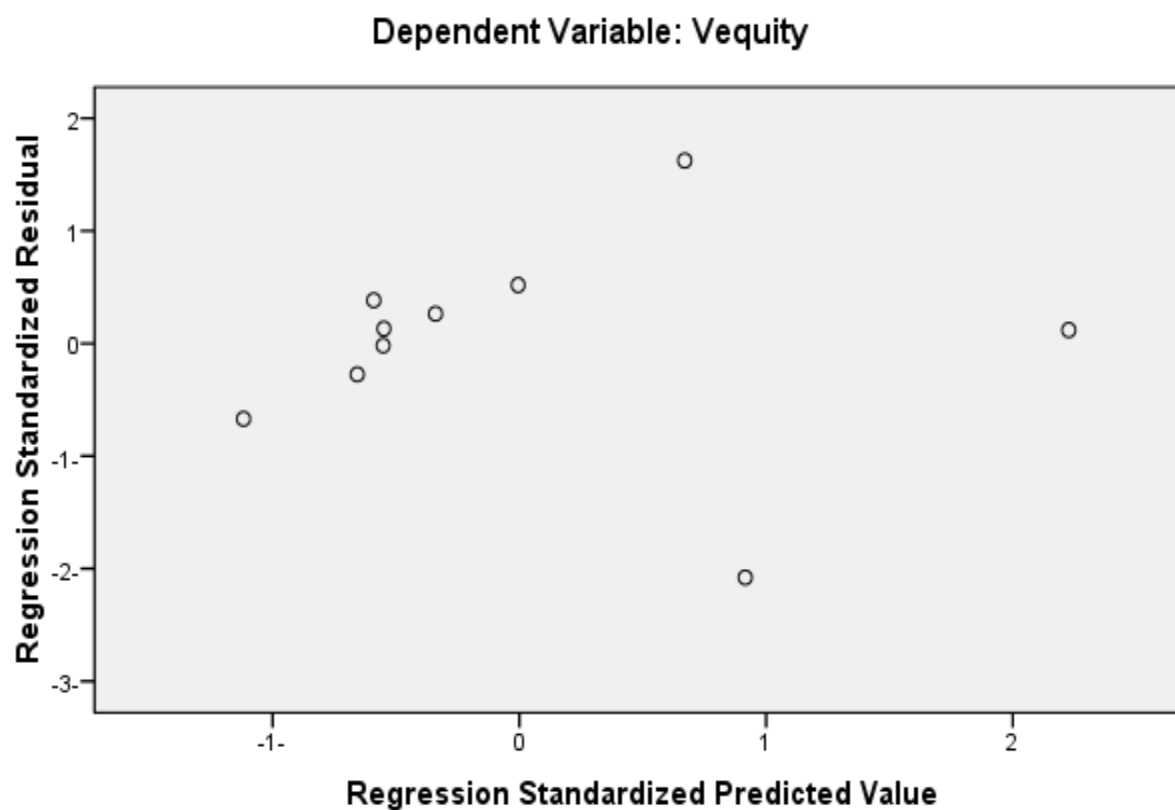
a. Lilliefors Significance Correction

المصدر: مخرجات برنامج (Spss)

يلاحظ من الجدول السابق أن البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي حيث بلغت مستوى الدلالة 0.252 وهو أكبر من مستوى الدلالة 0.05.

الشكل رقم(4-3-2) انتشار البواقي للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث

Scatterplot



المصدر: مخرجات برنامج (Spss)

من خلال الشكل السابق يلاحظ أن النقاط منتشرة بشكل عشوائي، والتباين ثابت.

ويمكن القول أن الشروط اللازمة لصحة وصلاحيّة النموذج محققة.

بعد التحقق من صحة النموذج المستخدم على البيانات، تم اختبار الفرضية بالنسبة لأسهم الشركات المدرجة عينة البحث، وذلك عن طريق إجراء اختبار الانحدار الخطي لمتوسط التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية المحسوبة وفقاً لنموذج التدفقات النقدية، وقد كانت النتائج كالتالي:

الجدول رقم (4-3-12): القدرة التفسيرية للتدفقات النقدية الحرة بالنسبة لبيانات أسهم الشركات عينة البحث

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.849 ^a	.720	.686	155.80962

a. Predictors: (Constant), FCFE

b. Dependent Variable: V equity

المصدر: مخرجات برنامج (Spss)

الجدول رقم (4-3-13): تحليل التباين للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية بالنسبة لبيانات أسهم الشركات

عينة البحث

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	500645.845	1	500645.845	20.623	.002 ^a
	Residual	194213.094	8	24276.637		
	Total	694858.939	9			

a. Predictors: (Constant), FCFE

b. Dependent Variable: V equity

المصدر: مخرجات برنامج (Spss)

يلاحظ من خلال الجدول أن قيمة معامل الارتباط بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات 0.849، وبالنظر لمعامل التحديد (R^2) نجد أن قيمته 0.72، أي أن التدفقات النقدية الحرة قادرة على تفسير التغيرات في القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث بنسبة 72%.

ومن خلال جدول تحليل التباين يلاحظ أن قيمة F 20.623 بمستوى دلالة 0.002، وهذا يعني أن معنوية الانحدار دالة إحصائياً.

بالتالي توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات الحرة و القيمة الحقيقية المحسوبة وفقاً لنموذج التدفقات النقدية لأسهم الشركات المدرجة عينة البحث.

الجدول رقم (4-3-14) نتائج اختبار T للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	124.959	80.526		1.552	.159
	FCFE	5.108	1.125	.849	4.541	.002

a. Dependent Variable: V equity

المصدر: مخرجات برنامج (Spss)

يتضح من الجدول السابق أن مستوى الدلالة لمعامل الانحدار 0.002 وهو أصغر من مستوى الدلالة المقبول في الدراسة.

3-3-4- اختبار قدرة نموذجي البحث على التقييم

لاختبار قدرة نموذجي شيلر والتدفقات النقدية معا على تقييم أسهم الشركات المدرجة، تم إجراء اختبار (Wilcoxon) ، وذلك لاختبار وجود فروق بين متوسطات القيمة الحقيقية المحسوبة وفقا لنموذج شيلر و القيمة الحقيقية المحسوبة وفقا لنموذج التدفقات النقدية وكانت النتائج كالاتي:

الجدول رقم (4-3-15) نتائج اختبار Wilcoxon لمتوسطات القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث

		Ranks		
		N	Mean Rank	Sum of Ranks
CAPE – V equity	Negative Ranks	8 ^a	5.75	46.00
	Positive Ranks	2 ^b	4.50	9.00
	Ties	0 ^c		
	Total	10		

a. CAPE < V equity

b. CAPE > V equity

c. CAPE = V equity

الجدول رقم (4-3-16) معنوية ودلالة اختبار Wilcoxon لمتوسطات القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث

Test Statistics ^a	
	CAPE – V equity
Z	-1.886 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.059

a. Based on positive ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

المصدر: مخرجات برنامج (Spss)

يلاحظ أن قيمة Z قد بلغت 1.886 - بمستوى دلالة إحصائي 0.059 وهو أكبر من مستوى الدلالة الإحصائي المقبول في الدراسة 0.05، أي لا توجد فروق في متوسطات القيمة الحقيقية المحسوبة وفقا للنموذجين، وهذا ما يدل على قدرة نموذجي شيلر و التدفقات النقدية على تقييم أسهم الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية.

- أيضا تمت المقارنة بين القدرة التفسيرية و معامل الارتباط لكل من الربحية المعدلة بالتضخم مع القيمة الحقيقية و التدفقات النقدية الحرة مع القيمة الحقيقية، وذلك للوصول إلى النموذج الأفضل للتقييم في بورصة دمشق للأوراق المالية ، والجدول الآتي يبين نتائج المقارنة:

الجدول رقم (4-3-17): القدرة التفسيرية ومعامل الارتباط لكل من الربحية المعدلة والتدفقات النقدية الحرة لأسهم الشركات

عينة البحث مع القيمة الحقيقية

Sig	F	R	R-square	البيان
0.036	6.308	0.664	0.441	الربحية المعدلة بالتضخم مع القيمة الحقيقية
0.002	20.623	0.849	0.72	التدفقات النقدية الحرة مع القيمة الحقيقية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات spss

يلاحظ أن القدرة التفسيرية للتدفقات النقدية الحرة و التي بلغت 72% أعلى من القدرة التفسيرية للربحية المعدلة بالتضخم والتي بلغت 44%.

كما تبين أن درجة الارتباط بين التدفقات النقدية الحرة و القيمة الحقيقية المحسوبة وفقا لنموذج التدفقات النقدية والتي بلغت 85% كانت أعلى مقارنة مع درجة الارتباط بين الربحية المعدلة بالتضخم و القيمة الحقيقية المحسوبة وفقا لنموذج شيلر والتي بلغت 66%، وهذا ما يعني بأن نموذج التدفقات النقدية قادر على تقييم أسهم الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية بشكل أفضل من نموذج شيلر.

و تجد الباحثة أن السبب الرئيسي لكون القدرة التفسيرية وقيمة معامل الارتباط بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية المحسوبة بناء على نموذج شيلر أقل من القدرة التفسيرية بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية المحسوبة بناء على نموذج التدفقات النقدية هو نتيجة لأن ارتفاع معدلات التضخم وانخفاض أرباح الشركات نتيجة لزيادة التكاليف التشغيلية أدى إلى تآكل الأرباح الحقيقية، مما رفع من قيمة الأسهم حيث تعتبر الأسهم أكثر كلفة بناء على قيمتها الحقيقية المعدلة والتي تأخذ التضخم في الحسبان على المدى الطويل.

أي أن انخفاض ربحية الشركات خلال سنوات الدراسة وارتفاع معدلات التضخم هو ما أثر بشكل واضح على درجة العلاقة والقدرة على تفسير التغيرات بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية لها.

إلا أن ذلك لا ينفي أهمية الربحية المعدلة بالتضخم في تفسير التغيرات في القيمة الحقيقية وبالتالي أهمية نموذج شيلر في التقييم.

وترى الباحثة أن هذه العلاقة السلبية بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية المحسوبة وفقا لنموذج شيلر نتيجة طبيعية ومتوافقة مع الفرضية التي قدمها شيلر. إذ تشير هذه العلاقة إلى أن ارتفاع تقييمات الأصول يقترن بانخفاض العوائد الحقيقية، نتيجة لكون الأسعار الحالية قد تجاوزت مستوياتها الجوهرية، وبالتالي فإن هذه العلاقة السلبية تعد دليلا تجريبيا على صحة نموذج شيلر.

النتائج والمقترحات

أولاً- النتائج:

1- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربحية المعدلة بالتضخم وقيم الأسهم الحقيقية للشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية المحسوبة وفقاً لنموذج شيلر عند مستوى دلالة إحصائي (0.05).

2- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة وقيم الأسهم الحقيقية للشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية المحسوبة وفقاً لنموذج التدفقات النقدية عند مستوى دلالة إحصائي (0.05).

3- التدفقات النقدية الحرة أكثر تأثيراً في القيمة الحقيقية من الربحية المعدلة بالتضخم، حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي إلى أن القدرة التفسيرية للتدفقات النقدية الحرة والتي بلغت 72% أعلى من القدرة التفسيرية للربحية المعدلة بالتضخم والتي بلغت 44% ، كما تبين أن درجة الارتباط بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة الحقيقية المحسوبة وفقاً لنموذج التدفقات النقدية والتي بلغت 85% كانت أعلى من درجة الارتباط بين الربحية المعدلة بالتضخم والقيمة الحقيقية المحسوبة وفقاً لنموذج شيلر والتي بلغت 66% .

4- أظهرت نتائج البحث أن انخفاض أرباح الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية انعكس سلباً على الربحية المعدلة بالتضخم، كما أن معدلات التضخم المرتفعة خلال فترة الدراسة أسهمت في تقليص القيمة الحقيقية للأرباح مما يدل على ضعف قدرة هذه الشركات على تحقيق عوائد حقيقية للمستثمرين في ظل الظروف الاقتصادية السائدة، الأمر الذي انعكس على درجة العلاقة بين الربحية المعدلة بالتضخم و القيمة الحقيقية.

5- تفوق نموذج التدفقات النقدية على نموذج شيلر في بورصة دمشق للأوراق المالية وذلك نتيجة للظروف الاقتصادية، ولاسيما التقلبات التضخمية التي يشهدها الاقتصاد في سورية.

6- على الرغم من أن نموذج شيلر أقل قدرة على التقييم في بورصة دمشق للأوراق المالية، إلا أن ذلك لا ينفي أهمية استخدام الربحية المعدلة بالتضخم كأداة للتقييم وكمؤشر لتحليل الاتجاهات طويلة الأجل في القيمة في فترات التقلبات الاقتصادية والتضخمية، خاصة المستثمرين المهتمين بالاستثمار على المدى الطويل.

ثانياً- المقترحات:

- 1- بما أن نموذج التدفقات النقدية أفضل من نموذج شيلر في التقييم توصي الباحثة المستثمرين بالاعتماد على نموذج التدفقات النقدية في التقييم، وذلك لاعتماده على التدفقات النقدية الفعلية التي تمثل انعكاس مباشر للأداء المالي والتشغيلي للشركات.
- 2- توصي الباحثة باستخدام التدفقات النقدية الحرة في تفسير التغيرات في القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية.
- 3- على الرغم من أن نموذج التدفقات النقدية يعد الأنسب لتقييم أسهم الشركات في ظل الظروف الاقتصادية الحالية إلا أن ذلك لا ينفي أهمية استخدام نموذج شيلر في تحليل العلاقة بين الأرباح والتضخم والقيمة الحقيقية على المدى الطويل ، حيث يبقى هذا النموذج ذا أهمية اقتصادية نظرية وتطبيقية لكونه يأخذ في الاعتبار عامل يعكس خصوصية الأسواق الناشئة وهو معدل التضخم.
- 4- ضرورة عمل الشركات المدرجة على تحسين ربحيتها وتحقيق استقرار مالي أكبر لمواجهة التضخم من خلال تنويع مصادر الدخل عبر الاستثمار في أنشطة أو قطاعات تحقق أرباح مستقرة وأقل تأثراً بالتقلبات التضخمية أو الاستثمار في أصول حقيقية ترتفع قيمتها مع التضخم بما يحمي الربحية الحقيقية.
- 5- ضرورة إجراء المزيد من الدراسات التطبيقية التي تكشف عن مدى قدرة نموذج شيلر، وذلك خلال فترات زمنية أطول وفي ظل ظروف طبيعية مستقرة.

قائمة المصادر و المراجع

أ- العربية :

أولاً- الكتب :

- 1- الحناوي، محمد صالح ، الصحن ، محمد فريد،(2013)، مقدمة في الأعمال والمال، الدار الجامعية ، الاسكندرية.
- 2- الحناوي، محمد صالح،(2000)، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية.
- 3- الحناوي، محمد صالح، مصطفى، نهال، ابراهيم، جلال ،(2004) ،الاستثمار في الأسهم و السندات ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، مصر .
- 4- الحناوي، محمد صالح، وآخرون،(2005)، الاستثمار في الأسهم و السندات، الطبعة الأولى ،الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية.
- 5- السيد، سامي،(2018)، التحليل المالي - مدخل صناعة القرار، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان ،الأردن.
- 6- الشريفي، ناظم حسن، العامري، سعود،(2009)، المحاسبة المتقدمة في الشركات: الأسس النظرية والعملية لاحتساب قيمة الشركات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 7- الشنطي، أيمن، وشقر، عامر،(2007)، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي ، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع.
- 8- الشواورة، فيصل محمود، (2008)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية و العملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان ، الأردن.
- 9- العارضي، جليل كاظم، الشمري ، أرشد عبد الأمير، (2012)،استراتيجيات الإدارة المالية ، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 10- العامري، محمد إبراهيم علي، (2013)، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة، عمان، الأردن.
- 11- العامري، محمد إبراهيم علي،(2007)، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المنهاج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 12- العلي، أحمد،(2020)، الإدارة المالية للشركات، الجامعة الافتراضية السورية.

- 13- الغالي، بن ابراهيم، محمد عدنان، بن ضيف،(2019)، الأسواق المالية الدولية: تقييم الأسهم و السندات، الطبعة الأولى، دار علي بن يزيد للطباعة و النشر، بسكرة، الجزائر.
- 14- المهيلمي، عبد المجيد،(2004)، أداة النجاح في البورصة ؛ التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الخامسة، البلاغة للطباعة والنشر، مصر، القاهرة.
- 15- النعيمي، عدنان تايه، والتميمي، أرشد فؤاد،(2019)، الإدارة المالية المتقدمة، اليازوري للطباعة و النشر، عمان، الأردن.
- 16- بيكيت، مايكل، (2006)، كيف تعمل البورصة ؛ دليل المستثمر الصغير، الطبعة الأولى ، دار الفاروق للنشر و التوزيع ، مصر.
- 17- توفيق، جميل أحمد،(2013)،أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للنشر والطباعة، بيروت، لبنان.
- 18- توفيق، سعيد،(1999) ، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر.
- 19- حماد، طارق عبدالعال،(2000)، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- 20- حماد، طارق عبد العال، (2008) التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
- 21- خان، محمد يونس وغرابية، هشام صالح، (1986)، الإدارة المالية، دار جون وايلي وأولاده، مالطا، الجزائر.
- 22- خلف، فليح،(2006) ، الأسواق المالية و النقدية ، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديثة ، عمان ، الأردن .
- 23- زهرة ، شادي أحمد، (2021)، الأسواق المالية، جامعة الشام الخاصة، كلية العلوم الإدارية، دمشق ، سورية.
- 24 -شاكر، نبيل،(2006) ، الإدارة الفعالة للأموال و المشروعات ، مكتبة عين شمس، القاهرة ،مصر.
- 25- عبد الحليم، محمد فرح،(2006)، الأسواق المالية و البورصات ، منشورات جامعة السودان المفتوحة، الخرطوم ، السودان.

- 26- عقل، مفلح، (2000) ، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الثانية، المستقبل للنشر و التوزيع،جامعة البلقاء التطبيقية، عمان، الأردن.
- 27- فهد العمري، ماجد، (2023)، التحليل الفني، الطبعة الرابعة.
- 28- كراجة، عبد الحليم، وآخرون،(2002)، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 29-محفوظ، جبار،(2002) ،الأوراق المتداولة في البورصات والأوراق المالية:الجزء الثاني، الطبعة الأولى، دار هومة للطباعة والنشر، الجزائر.
- 30-مطر، محمد، (2009)، إدارة الاستثمارات، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن.
- 31- مفلح، هزاع، خلف، أسمهان، (2020)، الأسواق المالية ، جامعة حماه، كلية الاقتصاد، حماه، سورية.
- 32- نوري موسى، شقيري، (2007) ، الأسواق المالية و آليات التداول ، دار الكتاب الثقافي للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر.
- 33- هندي، منير إبراهيم، (2015)، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر.
- 34-هندي، منير إبراهيم،(2015)،أساسيات الاستثمار والتحليل، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر.
- 35- هندي ، منير إبراهيم ، (2006) ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الاسكندرية ، مصر.
- ب- الأجنبية:

A- Books:

- 1- Bishop, C.,(2006), **Pattern Recognition and Machine Learning**, First Edition, Spring.
- 2- Bodie, Z ., Kane, A. ,(2012), **Investments and Portfolio Management** ,MC Graw – Hill, Irwin.
- 3-Bodie , Z., Marcus, A.,(2014), **Investments**, 10 Edition , MC Graw Hill
- 4- Brealy , R., Myers, S., Allen,F.,(2015) ,**Principles of Corporate Finance**, MC: Grow Hill.

- 5-Brigham, E., Ehrhardt ,M., (2017), **Financial Management : Theory and Practice** , 15th ed Cengage Learning
- 6-Brigham, E., Houston, F.,(2016),**Fundamentals of Financial Management** , Boston , MA Cengage Learning.
- 7-Brooks,C.,(2014),**Introductory Econometrics for Finance**, Cambridge University Press.
- 8- Carl , B., (2015) , **Corporate Valuation Using The Free Cash Flow**
- 9- Chan, E.,(2013), **Quantitative Trading** , Second Edition, New York :John Wiley and Sons.
- 10-Chen , J. , (2010), **Essentials of Technical Analysis for Financial Markets**, John Wiley and Sons, Inc
- 11- Christy , G., (2009) ,**Free Cash Flow: Seeing Through Accounting Fog Machine to Find Great Stocks**, John Wiley and Sons.
- 12-Damodaran ,A., (2005) , **Introduction to Valuation**,Op . Cit.
- 13-Damodaran,A.,(2002),**Investment valuation : Tools and Techniques for Determing The Value of Any asset** , New York :John Wiley and Sons, INC.
- 14-Damodaran,A.,(2012),**Investment valuation :Tools and Techniques for Determing The Value of Any asset** , New York :John Wiley and Sons.
- 15-Damodaran,A.,(2006),**Valuation Approaches and Metric:A Survey of Theory and Evidence**, Stern School of Business.
- 16- David ,T., Jason , A., (2013), **Valuation Techniques: Discounted Cash Flow , Earning Quality , Measures of Value Added , and Real Options** , John Wiley and Sons, Hoboken, New jersey, Canada.
- 17-Defusco,R.,MCLeavey,D.,Pinto,J.,Runkle, D., (2015) ,**Quantitative Investment Analysis** ,Third Edition , CFA Institute Investment Series.
- 18-Eugene,F.,and Besley, S.,(2007), **Essentials of Managerial Finance**, South Western College Pub.
- 19-Fabozzi , J.,(2011) , **Equity Valuation Portfolio Management**, John Wiley and Sons, Inc.
- 20-Faerber, E., (2008), **All About Stocks**, Mc-Grow Hill.
- 21-Fisher.D.,Gordan,R.,**Security Analysis and Portfolio Management**,(2001), Sixth Edition, Prentice Hall.
- 22- Francis, J.,(1986), **Investement : Analysis and Management** ,New York: McGraw – Hill Book Company.
- 23-Garant,J.,(2003),**Foundations of Value Added**, Second Edition, John Wiley and Sons.

- 24- Gitman , L.,(2009), **Finance- Principles of Managerial Finance**, Prentice Hall.
- 25-Gitman,L.,Joehuk, M.,Smart,S.,(2013) , **Fundamentals of Investing**.
- 26-Good fellow,I.,Bengio,Y.,Courville,A., (2016), **Deep Learning**, MIT Press.
- 27-Graham,B.,and Dodd , D.,(1934), **Security Analysis** ,First Edition, New York :McGraw – Hill.
- 28-Graham,B., Dodd ,D.,(2009),**Securites Analysis : Principles and Technique** , NewYork : McGraw- Hill
- 29-Hagstorm,R.,(2004),**The Warren Buffet Way**,New york : John Wiley and Sons.
- 30-Haksever,C.,(2000), **Service management and operations** ,Second Edition, Prentice Hall.
- 31-Hitchner,R.,(2003),**Financial Valuation : Applications and Models** ,John wiley and Sons.
- 32- Hoover ,S.,(2006),**Stock Valuation and Essential guide to Wall Streets most popular valuation models** ,McGraw – Hill.
- 33-John ,W.,(1937), **The Theory of Investement Value**, North Holland Publishing Company, Amesterdam.
- 34-Jordan,B.,Miller,T.,(2008),**Fundamentals of Investments Valuation and Management** ,Op .Cit.
- 35-Kieso,E.,Weygandt,J.,and Warfield ,D.,(2016),**Intermediate Accounting** , Hoboken , John Wiley and Sons , Inc.
- 36- King ,A. ,(2008), **Executives Guide to Fair Value Profiting from The Valuation Rules** ,John Wiley and Sons.
- 37-Koller,T., Goedhart, M., Wessels, D.,(2010),**Measuring and ManagingThe Value**, John Wiley and Sons, Inc.
- 38-Madura,J.,(1995),**Financial Markets and Institutions**,West publishing , Minneaplis.
- 39- Mishkin , F.,(2019) , **The Economics of Money , Banking and Financial Markets** , Pearson Series in Economics ,New York.
- 40- Neale ,B. , McElroy ,T.,(2004), **Business Finance a Value Based Approach** , England ,Hall.
- 41-Neha, Y., Anupam, Y., Manoj,K.,(2015), **An Introduction to Neural Net Work Method for Differential Equations** ,New York, Op. Cit.
- 42-Penman,S.,(2013),**Financial Statement Analysis and Security Valuation**, MC Graw- Hill .

- 43- Quiry, P., Salvi , A., Dallochio, M., (2014), **Corporate Finance : Theory and Practice**, Fourth Edition , New york: John Wiley and Sons.
- 44-Robert , Edwards , John , Magi, **Technical Analysis of Stock Trends** ,San Francisco ,USA.
- 45-schreiner,A.,(2007),**Equity Valuation Using Multiples an Empirical Investigation** , Wiesbaden, German.
- 46- Shiller ,R.,(2000), **Irrational Exubrance** , Princeton University Press, Princeton New Jersey, UK.
- 47-Shiller,R.,(2015),**Irrational Exuberance**,Third Edition, Princeton University Press, Princeton and Oxford,UK.
- 48-Sigel ,J.,(2014), **Stocks For The Long Run** ,Fifth Edition , New York , Mc Grow- Hill.
- 49- Simpson, T., (2014), **Financial Markets, Banking , and Monetary Policy**, John Wiley and Sons, Hoboken, New jersey, Canada.
- 50- Spyros ,G., Steven, C., Rob, G., (1997), **Forecasting Method and Application** , New York :John Wiley and Sons
- 51- Stowe ,D., Roberson ,R., et Al , (2010), **Equity Asset Valuation** , John Wiley and Sons, Hoboken, New jersey, Canada.
- 52-Thomsett , C., (2006), **Getting Started in Fundamental Analysis** , John Wiley and Sons, Inc.
- 53- Tiku, M., (2016), **Applicability of Dividend Discount Models and Free-Cash Flow Models for Equity Valuation** , MASARYK UNIVERSITY Faculty of Economics and Administration.

B -Research and Work Papers:

- 1- Ball , R. ,(1978), **Anomalies in Relation Ships Between Securities Yields and Yields Surrogates** , Journal of Financial Economies.
- 2- Basu , S. ,(1977) , **Investement Performance of Common Stocks in Relation to Their Price – Earning Raito : A Test of The Efficient Markets Hypothesis** , Journal of Finance , Vol (3), No32 .
- 3- Buffet , W.,(1990), **letter to Shareholders of Berkshire Hathaway**.
- 4- Bunn , O., Staal, A., Zhuang , J., Lazanas ,A., Ural, C., and Shiller ,R., (2014) , **Es – cape – ing from Overvalued Sectors : Sector Sector Selection Based on The Cyclically Adjusted Price – Earning (CAPE) Raito** , Journal of Portfolio Management , 41 (1).
- 5- Campbell, J., Shiller, R. , (1987) , **Cointegration and Test of Present Value Models** , Journal of Political Economy , No 95.

- 6- Campbell , J., Shiller , R., (1988) , **Stock Price Earning ad Expected Dividends** , The Journal of Finance ,Vol 43, No3.
- 7- Campbell , J., Shiller, R., (1998), **The Valuation Raitos and The Long Stock Market Out Look**, Journal of Portfolio Management.
- 8- Cox,J.,Ross,S., Rubinstein, M., (1979), **Option Pricing: A Simplified Apporach, Journal of Financial Economics**, (7)3.
- 9-Das, N., Pattanayak ,K.,(2007) , **Factors Affecting Market Price of SENSEX Shares** , The Journal of Applied Finance ,Vol 13 , no 8.
- 10- Fama, E.,(1970), **Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work**, Journal of Finance, Vol 2, No 25 .
- 11-Fama ,E. French K. ,(1992) ,**The Cross – Section of Expected Stock Returns** , The Journal of Finance , Vol 47.
- 12- Fama, E. ,and Schwert , G., (1977) , **Asset Returns and Inflation** , Journal of Financial Economics , No5.
- 13- Fama, E.,(1981) , **Stock Returns , Real Activity Inflation and Money** , American Economic Review , 71 .
- 14- Fama,E. , (1965) , **The Behavior of Stock Market Prices** , Journal of Business,Vol 38.
- 15- Hiriyappa ,B.,(2008),**Investment Management: Securities and Portfolio Management** , New Age International Limited ,New Delhi .
- 16-Jensen, M., (1986), **Agency Cost of Free Cash Flow** , Corporate Finance and Take over, American Economics Review ,(76).
- 17-John , Williams ,(1937), **The Theory of Investment Value** , North Holland Publishing Company, Amsterdam.
- 18- Kozlow ,R.,(2009), **Valuation of Unlisted Direct Investement Equity** , IMF Working Paper , International Monetary Fund.
- 19-Malkiel,G.,(2003),**The Efficient Market Hypothesis and Its Critics** Journal of Economic Perspectives ,Vol 17.
- 20-Modigliani,F., and Miller, M.,(1958), **The Cost of Capital** , Corporation Finance and The Theory of Investment, American Economic Review,V48.
- 21-Platt,H.,Demirkan,S., Platt, M., (2010), **Free Cash Flow :Enterprise Value and Investor Caution**, The Journal of Private Equity.
- 22- Samuelson , P. ,(1965), **Proof That Properly Anticipated Price Fluctuate Randomly** Industrial Management Review , 6: 2.
- 23- Sigel , J., (2016) , **The Shiller Cape raito : Anew Look** , Financial Analysts Journal, 72 , 3.

24- Tay ,F., Cao, L., (2001), Application of Support Vector Machines in Financial Time Series Forecasting, Omega, 29(4).

25-Wang ,G.,(2010), The Impact of Free Cash Flow and Agency Costs on Firm Performance , J. Service Science and Management , 3.

المواقع الالكترونية:

1- [http : // www. forbes . com / advisor / investing / Shiller – pe- raito/](http://www.forbes.com/advisor/investing/Shiller-pe-raito/)

2- <http://www.UIC.com.sy/ar/> التقارير المالية المتوفرة على الموقع للشركة المتحدة للتأمين

3- <http://www.AROP.com.sy/ar/> التقارير المالية المتوفرة على الموقع للشركة الدولية للتأمين

4- <http://www.ATI.com.sy/ar/> التقارير المالية المتوفرة على الموقع لشركة العقيلة للتأمين

5- <http://www.NIC.com.sy/ar/> التقارير المالية المتوفرة على الموقع للشركة الوطنية للتأمين

6- <http://www.SAIC.com.sy/ar/> التقارير المالية المتوفرة على الموقع لشركة الاتحاد للتأمين

7- <http://www.SKIC.com.sy/ar/> التقارير المالية المتوفرة على الموقع للشركة الكويتية للتأمين

8- <http://www.AHT.com.sy/ar/> التقارير المالية المتوفرة على الموقع لشركة للأهلية للنقل

9- <http://www.UG.com.sy/ar/> التقارير المالية المتوفرة لشركة المجموعة المتحدة للنشر

10- <http://www.AVOC.com.sy/ar/> التقارير المالية المتوفرة للشركة الأهلية للزيوت

11- <http://www.NAMA.com.sy/ar/> التقارير المالية المتوفرة للشركة الهندسية للاستثمارات نماء

الملاحق

الملحق (١) حساب الربحية المعدلة بالتضخم للشركة الوطنية للتأمين				
السنة	مؤشر أسعار المستهلك سنة الأساس	مؤشر أسعار المستهلك في السنة الحالية	الربحية السنوية (ل.س)	الربحية المعدلة بالتضخم (ل.س)
2012	142	205	12.91	8.94
2013	142	265	47.06	25.21
2014	142	324	50	21.91
2015	142	449	79.24	25.06
2016	142	663	71.20	15.24
2017	142	783	14.30	2.59
2018	142	790	10.16	1.82
2019	142	896	31.14	4.93
2020	142	1920	155.01	11.46
2021	142	4201	182.31	6.16
2022	142	6788	83.20	1.74
average	142	1571.27	66.95	11.37

الملحق (٢) حساب الربحية المعدلة بالتضخم للشركة الدولية للتأمين أروب				
السنة	مؤشر أسعار المستهلك سنة الأساس	مؤشر أسعار المستهلك في السنة الحالية	الربحية السنوية (ل.س)	الربحية المعدلة بالتضخم (ل.س)
2012	142	205	9.73	6.73
2013	142	265	9.92	5.31
2014	142	324	16.45	7.2
2015	142	449	26.87	8.49
2016	142	663	23.85	5.1
2017	142	783	3.60	1.65
2018	142	790	4.79	1.86
2019	142	896	7.14	1.13
2020	142	1920	54.94	4.06
2021	142	4201	93.35	3.15
2022	142	6788	68.46	1.43
average	142	1571.27	29	4.19

الملحق (٣) حساب الربحية المعدلة بالتضخم للشركة السورية الكويتية للتأمين				
السنة	مؤشر أسعار المستهلك سنة الأساس	مؤشر أسعار المستهلك في السنة الحالية	الربحية السنوية (ل.س)	الربحية المعدلة بالتضخم (ل.س)
2012	142	205	70.72	48.98
2013	142	265	25.09	13.44

15.5	35.16	324	142	2014
62.71	198.31	449	142	2015
31.87	148.40	663	142	2016
6.86	37.86	783	142	2017
1.39	2.18	790	142	2018
1.57	3.61	896	142	2019
31.99	432.58	1920	142	2020
19.22	568.69	4201	142	2021
3.57	171.12	6788	142	2022
21.53	153.97	1571.27	142	average

الملحق (٤) حساب الربحية المعدلة بالتضخم لشركة الاتحاد التعاوني للتأمين				
السنة	مؤشر أسعار المستهلك سنة الأساس	مؤشر أسعار المستهلك في السنة الحالية	الربحية السنوية (ل.س)	الربحية المعدلة بالتضخم (ل.س)
2012	142	205	1.14	1.14
2013	142	265	0.9	1.69
2014	142	324	1.00	2.29
2015	142	449	4.13	13.07
2016	142	663	2.02	9.44
2017	142	783	1.1	6.12
2018	142	790	3.81	21.21
2019	142	896	4.11	25.98
2020	142	1920	7.2	97.40
2021	142	4201	2.59	76.68
2022	142	6788	0.82	39.28
average	142	1571.27	2.71	26.75

الملحق (٥) حساب الربحية المعدلة بالتضخم لشركة العقيلة للتأمين التكافلي				
السنة	مؤشر أسعار المستهلك سنة الأساس	مؤشر أسعار المستهلك في السنة الحالية	الربحية السنوية (ل.س)	الربحية المعدلة بالتضخم (ل.س)
2012	142	205	1.98	2.86
2013	142	265	4.82	9
2014	142	324	4.59	10.48
2015	142	449	6.91	21.88
2016	142	663	4.99	23.31
2017	142	783	0.19	1.09
2018	142	790	6.15	34.25
2019	142	896	9.19	58.01
2020	142	1920	2.98	40.33
2021	142	4201	0.98	29.20

الملحق (٦) حساب الربحية المعدلة بالتضخم للشركة الهندسية الزراعية للاستثمار نماء				
السنة	مؤشر أسعار المستهلك سنة الأساس	مؤشر أسعار المستهلك في السنة الحالية	الربحية السنوية (ل.س)	الربحية المعدلة بالتضخم (ل.س)
2012	142	205	24.47	16.94
2013	142	265	14.70	7.87
2014	142	324	37.50	16.43
2015	142	449	26.98	8.53
2016	142	663	4.77	1.16
2017	142	783	20.48	3.71
2018	142	790	30.05	5.4
2019	142	896	7.15	1.02
2020	142	1920	25.11	1.85
2021	142	4201	53.56	1.81
2022	142	6788	38.94	0.81
average	142	1571.27	25.79	5.95

الملحق (٧) حساب الربحية للشركة الأهلية للنقل				
السنة	مؤشر أسعار المستهلك سنة الأساس	مؤشر أسعار المستهلك في السنة الحالية	الربحية السنوية (ل.س)	الربحية المعدلة بالتضخم (ل.س)
2012	142	205	14.71	10.18
2013	142	265	17.35	9.29
2014	142	324	25.33	11.1
2015	142	449	5.15	1.63
2016	142	663	1.24	1.26
2017	142	783	29.28	5.31
2018	142	790	65.90	11.84
2019	142	896	168.12	16.64
2020	142	1920	151.64	11.21
2021	142	4201	529.04	17.88
2022	142	6788	621.57	13
average	142	1571.27	148.12	9.84

الملحق (٨) حساب الربحية المعدلة بالتضخم للشركة المتحدة للنشر والتسويق				
السنة	مؤشر أسعار المستهلك سنة الأساس	مؤشر أسعار المستهلك في السنة الحالية	الربحية السنوية (ل.س)	الربحية المعدلة بالتضخم (ل.س)
2012	142	205	37.24	25.79
2013	142	265	12.19	6.53
2014	142	324	2.43	1.06
2015	142	449	4.69	1.48

0.88	4.14	663	142	2016
0.32	1.78	783	142	2017
0.79	4.43	790	142	2018
0.32	2.05	896	142	2019
0.49	6.17	1920	142	2020
1.08	32.17	4201	142	2021
1.08	52.10	6788	142	2022
3.62	14.49	1571.27	142	average

الملحق (٩) حساب الربحية المعدلة بالتضخم للشركة الأهلية للزيوت				
السنة	مؤشر أسعار المستهلك سنة الأساس	مؤشر أسعار المستهلك في السنة الحالية	الربحية السنوية (ل.س)	الربحية المعدلة بالتضخم (ل.س)
2012	142	205	28.42	19.68
2013	142	265	36.42	19.51
2014	142	324	40.51	17.75
2015	142	449	73.13	23.12
2016	142	663	119.42	25.57
2017	142	783	5.60	1.01
2018	142	790	23.48	4.22
2019	142	896	33.89	5.37
2020	142	1920	559.14	41.35
2021	142	4201	1075.34	36.34
2022	142	6788	1373.70	28.73
average	142	1571.27	306.27	20.24

الملحق (١٠) حساب الربحية المعدلة بالتضخم للشركة المتحدة للتأمين				
السنة	مؤشر أسعار المستهلك سنة الأساس	مؤشر أسعار المستهلك في السنة الحالية	الربحية السنوية (ل.س)	الربحية المعدلة بالتضخم (ل.س)
2012	142	205	13.3	9.21
2013	142	265	10.87	5.82
2014	142	324	11.41	5
2015	142	449	54.86	17.34
2016	142	663	75.96	16.26
2017	142	783	6.89	1.24
2018	142	790	61.41	11.03
2019	142	896	4.17	1.66
2020	142	1920	172.62	12.76
2021	142	4201	200.36	6.77
2022	142	6788	203.92	4.26
average	142	1571.27	74.16	8.30

الملحق (١١) سعر الفائدة السوقي على القروض طويلة الأجل خلال الفترة المدروسة

%9	2012
%10	2013
%11	2014
%12	2015
%12	2016
%12	2017
%11	2018
%10	2019
%12	2020
%12	2021
%12	2022

الملحق (١٢) متوسط الأسعار السوقية للشركات عينة البحث خلال الفترة المدروسة (ل.س)

السنة											الشركة
٢٠٢٢	٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧	٢٠١٦	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	
2228	445.70	416.50	509.69	461.88	223.05	175.14	156.61	159.43	513	883	UIC
1056.40	491.68	304.63	327.58	348.66	185.17	153.15	124.5	177.4	181.9	493.07	AROP
800	592.24	398.83	398.88	390.72	239.36	129.89	120.66	120.66	120.66	500	SKIC
511.50	508.41	476.32	458.58	159.45	118.31	114.31	125.5	133.12	133.50	901	NIC
328.50	282.20	276.32	278.37	248.63	113.89	112	112	112	448	560	SAIC
572.50	997.87	672.50	647.81	613.86	283.59	159.97	165.75	182.46	194.30	572.50	AHT
1100	2822.44	528.96	447.95	637.58	483.89	442.08	249.19	202.07	168.08	312.45	AVOC
100	603	603.12	962.50	962.50	962.50	962.50	962.50	202.11	968.33	957.21	NAMA
354.38	254.54	253.50	253.50	267.04	253.90	254.68	254.68	254.68	254.68	254.68	UG
3096.96	689.94	412.22	388.88	373.47	320.48	100.53	86.43	92.26	87.43	246.51	ATI

Abstract

This study aimed to test the ability of the Shiller and Cash Flow models to value the shares of companies listed on the Damascus Securities Exchange. This was achieved by testing the ability of both free cash flow and inflation-adjusted earnings per share (EPS) to explain changes in the real value of these shares during the period from 2012 to 2022, and determining which of the two models is more capable of valuation.

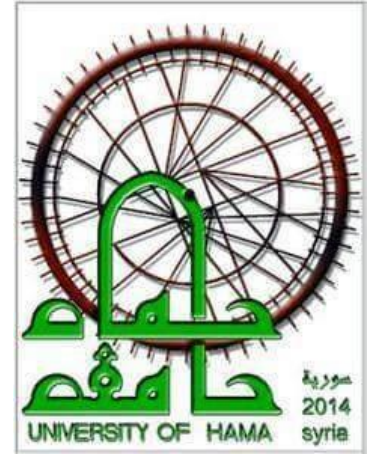
The inflation-adjusted real EPS and free cash flow for each company's share were calculated annually, and the real values of the shares were calculated according to the Schiller and Cash Flow models. Simple linear regression analysis was performed to test the relationship between inflation-adjusted EPS, free cash flow and the real values of the shares.

The analysis results showed a statistically significant relationship between inflation-adjusted profitability and real stock values according to the Schiller model. Additionally, a statistically significant relationship was found between free cash flows and real stock values according to the cash flow model. The Wilcoxon signed-rank test was conducted to determine if there were differences between the calculated mean real values using the two models, i.e., the Schiller and cash flow models. The results showed no differences in the calculated mean real values, indicating the ability of both models to value the shares of companies listed on the Damascus Securities Exchange.

The explanatory power of both inflation-adjusted profitability and free cash flows was compared, and correlation coefficients were compared to arrive at the best valuation model. The cash flow model proved to be more powerful than the Schiller model. However, this does not negate the importance of inflation-adjusted profitability in explaining changes in real value, and therefore the importance of the Schiller model in valuation.

Keywords: Real stock value, cash flow model, Schiller model, free cash flows, inflation-adjusted profitability, Damascus Securities Exchange.

Syrian Arab Republic
Ministry of Higher Education and Scientific Research
Hama University
Faculty of Economics
Department Finance and Banking



Testing Ability of Shiller and Cash Flow Models to Evaluate Shares of Companies Listed on Damascus Stock Exchange

Scientific research submitted for a master's degree in finance and Banking

Prepared by

Nour Rafek Alyounes

Supervised by

Prof .Dr. Hazza' Moufleh

1446-1447

2025-2026