

اختبار قدرة نموذج التدفقات النقدية الحرة على تقييم أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

نور رفيق اليونس *

أ. د هزاع مفلح **

(الإيداع: 20 تموز 2024، القبول: 15 تشرين الأول 2024)

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار قدرة نموذج التدفقات النقدية الحرة على التقييم لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ، خلال الفترة من 2015 ولغاية 2021 ، ولتحقيق أهداف الدراسة تم حساب القيم الحقيقية للأسهم باستخدام نموذج التدفقات النقدية الحرة عن طريق استخراج التدفقات النقدية الحرة وخصمها بمعدل الخصم ، وقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي أن نموذج التدفقات النقدية الحرة قادر على التقييم وبشكل كبير، بالإضافة إلى أنه تمت المقارنة بين القيم الحقيقية للأسهم مع القيم السوقية لها وذلك لتحديد الأسهم الصالحة للاستثمار المقيمة بأقل من قيمتها واستبعاد الأسهم المقيمة بأعلى من قيمتها، وقد تبين أن أسعار الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وفقا لنموذج التدفقات النقدية الحرة، و من مصلحة المستثمرين الاستثمار بها بما أن قيمتها أعلى من سعرها في السوق.

الكلمات المفتاحية : القيمة الحقيقية للسهم ، نموذج التدفقات النقدية الحرة ، أسهم الشركات ، سوق دمشق للأوراق المالية

Testing The Ability of The Free Cash Flow Model to Evaluate The Shares of Companies Listed on The Damascus Stock Exchange

Noor Rafek Alyounis *

Prof. Dr. Hazza Moufleh**

(Received: 20 July 2024, Accepted: 15 October 2024)

Abstract:

This study aimed to test the ability of the free cash flow model to evaluate the shares of companies listed on the Damascus Stock Exchange, during the period from 2015 to 2021. To achieve the objectives of the study, the real values of the shares were calculated using the free cash flow model by extracting the free cash flows and discounting them at a rate. Discounting. The results of the statistical analysis have shown that the free cash flow model is capable of significant evaluation. In addition, a comparison was made between the real values of stocks with their market values in order to determine those suitable for investment valued at less than their value and to exclude stocks valued above their value. It has been shown that stock prices It is valued at less than its real value according to the flow model, and it is in the interest of investors to invest in it since its value is higher than its market price

Keywords: real value of the stock, free cash flow model, Company Shares ,Damascus Stock Exchange.

* Graduate Student (Master's) - Finance and Banking - Faculty of Economics - Hama University

** Professor in the Department of Economics - Faculty of Economics - Hama University

1- المقدمة:

يعد تحديد القيمة الحقيقية للأسهم العامل الأساسي في اتخاذ القرار الاستثماري ، حيث أن لكل أصل سواء كان مالياً أو حقيقياً قيمة ، ومعرفة هذه القيمة هي مفتاح الاستثمار الناجح في الأصل ، وما يبرر القيام بعملية التقييم هو أن المستثمر غير مستعد أن يدفع في أصل ما أكثر مما يستحق ، فالسعر الذي تباع به الأصول لا يمكن تبريره إلا من خلال التدفقات النقدية المتوقعة منها .

و إن عملية تقييم الأسهم في حد ذاتها لها عدة مداخل ، ويتم ذلك عن طريق نماذج تهدف إلى تسعير الأصول وتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية ، وهناك العديد من النماذج المستخدمة في هذا المجال ؛ مثل نموذج خصم التوزيعات النقدية ونموذج التقييم المحاسبي ونموذج خصم التدفقات النقدية وغيرها .

لذا تأتي هذه الدراسة لاختبار قدرة نموذج التدفقات النقدية الحرة على التقييم ، بالإضافة إلى تحديد الأسهم الصالحة للاستثمار المقيمة بأقل من قيمتها واستبعاد الأسهم المقيمة بأعلى من قيمتها وذلك في سوق دمشق للأوراق المالية من خلال المقارنة بين القيمة الحقيقية المحسوبة للسهم و القيمة السوقية بغية ترشيد قرار المستثمرين فيها .

2- مشكلة البحث:

إن تغير أسعار الأسهم باستمرار يجعل المستثمرين بحاجة لآلية أو نموذج معين لتحديد فيما إذا كانت الأسعار تعكس القيمة الحقيقية ، لذا تكمن مشكلة البحث في السؤال الآتي:

- ما هي قدرة نموذج التدفقات النقدية الحرة على التقييم لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

3- أهمية البحث:

تتمثل أهمية البحث ، في اختبار قدرة نموذج التدفقات النقدية الحرة على التقييم لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ، وتحديد فيما إذا كانت الأسهم مقيمة بأعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية ، و هو ما يسهم في تقديم معلومات مفيدة تساعد المستثمرين على اتخاذ القرار المناسب باستبعاد الأسهم المقيمة بأعلى من قيمتها و الاستثمار أو الاحتفاظ بالأسهم المقيمة بأقل من قيمتها في السوق ، مما يؤدي إلى تخفيض عنصر المخاطرة المصاحب لتلك القرارات .

4- أهداف البحث:

يتمثل هدف البحث في:

1. تحديد قدرة نموذج التدفقات النقدية الحرة على التقييم لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
2. تحديد فيما إذا كانت الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية أو مقيمة بأعلى من قيمتها في سوق دمشق للأوراق المالية.

5- فرضيات البحث:

استناداً إلى مشكلة البحث وفي سبيل تحقيق أهدافه ، تم وضع الفرضية الآتية:

- لا توجد فروقات ذات دلالة إحصائية بين القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية المحسوبة وفقاً لنموذج التدفقات النقدية الحرة و قيمها السوقية.

6- منهج البحث:

لدراسة مشكلة البحث و الإجابة على أسئلته المطروحة تم اتباع المنهج الوصفي ، حيث يتم تناول الدراسات ذات الصلة بموضوع البحث ، و عرض مفاهيم عامة عن القيمة و التقييم ، و مداخل التقييم النسبي و المطلق ، كما نتناول هذه

الدراسة نماذج التدفقات النقدية الحرة وأشكالها ، وكيفية حسابها من أجل تحديد القيمة الحقيقية للأسهم ، وذلك بالاعتماد على المصادر و المراجع المختلفة بالإضافة إلى أنه تم الاعتماد على البيانات المالية السنوية لأسهم الشركات عينة الدراسة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية و ذلك لحساب مدخلات النموذج ، للوصول إلى قيم الأسهم بالإضافة إلى حساب التدفقات النقدية الحرة إلى حقوق الملكية وذلك لإجراء الاختبارات الإحصائية التحليلية اللازمة لاختبار الفرضيات ، و تحليل النتائج باستخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSSv16.

7-مجتمع وعينة البحث:

مجتمع البحث: يتمثل مجتمع البحث في:

أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

8-عينة البحث:

شملت عينة البحث أسهم عشرة شركات مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ، بحيث تم استبعاد أسهم شركة اسمنت البادية وأسهم قطاع الاتصالات (شركتي سريانتيل و إم تي إن) نظرا لعدم اكتمال بياناتها.

9-حدود البحث:

تم تقسيم حدود البحث إلى:

الحدود المكانية: تم البحث من واقع البيانات المالية التاريخية لأسهم الشركات عينة الدراسة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

الحدود الزمانية: تغطي الدراسة التطبيقية لهذا البحث الفترة من 2015 ولغاية 2021 ، لتمتع هذه الفترة بزيادة العمليات التشغيلية و صافي التدفقات النقدية نتيجة لاستقرار الأوضاع الاقتصادية والظروف المحيطة.

10-متغيرات البحث:

المتغير التابع: قيمة السهم

المتغير المستقل: التدفقات النقدية الحرة

11-الدراسات السابقة:

- دراسة (علا البغدادي) بعنوان:

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

اكتبرت هذه الدراسة قدرة نموذجي خصم التوزيعات النقدية و الدخل المتبقي على تحديد القيمة الحقيقية لأسهم المصارف التجارية المدرجة في سوق عمان المالي ، و معرفة مدى الفروقات بين القيم المحسوبة لهذه الأسهم وقيمتها السوقية خلال الفترة 2010 – 2016 ، وقد تم إجراء اختبار Wicoxon لدراسة الفروقات بين القيمة الحقيقية المحسوبة وفقا للنموذجين و القيمة السوقية، وقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي إلى عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين قيم الأسهم وفقا لنموذج خصم التوزيعات النقدية و قيمتها السوقية ، بالإضافة إلى عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين قيم الأسهم وفقا لنموذج الدخل المتبقي وقيمتها السوقية ، كما تبين أن نموذج خصم التوزيعات أكثر قدرة على تفسير أسعار الأسهم 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 ، بعنوان "دور مؤشرات قائمة التدفقات النقدية في تفسير أسعار أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية " ، 2017:

قامت الدراسة بالتعرف على دور مؤشرات قائمة التدفقات النقدية في تفسير أسعار أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ، و لتحقيق الغرض من ذلك تم استخدام المنهج التحليلي، بالاعتماد على البيانات المالية لعينة من (16) شركة للفترة الممتدة من 2010- 2016 ، بواقع 28مشاهدة ربع سنوية لكل شركة ، وباستخدام نماذج PANEL للتأثيرات الثابتة ، من خلال برنامج التحليل الاحصائي 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 و السيولة لها تأثير و إسهام فعلي في تفسير أسعار أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ، وأوصت الدراسة بضرورة أن تعمل هذه المصارف على توفير مؤشرات قائمة التدفقات النقدية الربع سنوية على موقع سوق دمشق للأوراق المالية، نظرا لأهمية هذه المؤشرات في مساعدة متخذ القرار من تقييم الوضع الحالي للمصرف.

-دراسة (VuyoMafata,2015) (Universityof Witwatersrand) (South Africa)

بمعنوان:

"نماذج التقييم المحاسبي وخصم التدفقات النقدية للشركات في بورصة جوهانسبرغ في جنوب أفريقيا":

قامت الدراسة على تحديد أي من نماذج تقييم الأسهم تعطي قيمة حقيقية للسهم مساوية للقيمة السوقية له ، 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، 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 (Froidevaux,2004) وهي بمعنوان:

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

"التقييم الأساسي للأسهم على أساس نموذج التدفقات النقدية":

قامت الدراسة على تحديد القيمة الحقيقية للأسهم بناء على نموذج التدفقات النقدية، و تكوين 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 و معدل الخصم ،و قد تم اختبار قدرة النموذج على التفريق بين الأسهم الناقصة و المبالغة فيها خلال فترة عشر سنوات وفقا للبيانات الخاصة بالشركات المدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية خلال فترة 1993-2002، وتوصلت الدراسة إلى أن نموذج التدفقات النقدية كان ملائما في تكوين استراتيجيات الاستثمار لشراء الأسهم ، وقد بلغ عائد المحفظة الاستثمارية التي تحتوي على الأسهم المقيمة بأقل مما يجب وفقا للنموذج 27% مقابل 29% لمحفظة الاستثمار التي تحتوي على الأسهم المقيمة بأكثر مما يجب، و أوصت الدراسة باستخدام نموذج التدفقات النقدية في بناء المحافظ الاستثمارية.

12- مساهمة البحث:

تم في الدراسات السابقة بحث العوامل المؤثرة في القيمة والعلاقة بين السعر و القيمة باستخدام نماذج مختلفة مثل نموذج خصم التدفقات النقدية ونموذج الدخل المتبقي ونموذج الخصم جوردان وغيرها من نماذج تقييم الأسهم، واقتصرت الدراسات السابقة على نموذج التدفق النقدي المخصص ولم تستخدم التدفقات النقدية الحرة ، في حين أن هذه الدراسة

تسعى إلى اختبار قدرة نموذج التدفقات النقدية الحرة إلى حقوق الملكية على التقييم للأسهم ، بالإضافة إلى أن هذه الدراسة تسعى إلى تحديد الأسهم المقيمة بأعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية في وذلك لاتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم من عدمه وهذا ما لم تأت عليه الدراسات السابقة .

13- الجانب النظري:

13-1- مفهوم القيمة:

لقد أبدى العلماء مؤخرًا اهتمامًا متزايدًا في مفهوم وقياس القيمة وقدموا تعريفات مختلفة ، فقد عُرفت القيمة" على أنها ذلك المبلغ المالي الذي يستعد المستثمر لدفعه مقابل الحصول على أصل ما في سوق تنافسية حرة ، Robert, Merton, 2011

ويمكن تعريف القيمة على أنها " درجة الفائدة أو الرغبة في شيء ما ، بالمقارنة مع الأشياء الأخرى" أو البعد المحدد للقياس في اقتصاد السوق" (Koller, Goedhart, Wessels, 2010)

وقد رأى Hitchner " أن القيمة تختلف عن السعر 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 دائماً Hitchner, 2003

أما في مجال تداول الأسهم في سوق رأس المال ، فإن القيمة السوقية تستخدم كمترادف لسعر السهم في السوق (schreiner, 2007)

أي أن السعر هو ما يجب أن يدفع، أما القيمة فهي ما يجب أن يحصل عليها المستثمر عند استثمار أمواله في مجال معين ، فالسعر هو ما كان، أما القيمة فهي ما يجب أن يكون، كما وينظر إلى القيمة على اعتبارها مفهوم موضوعي هادف، في المقابل غالباً ما ينظر إلى السعر باعتباره مفهوم شخصي يمكن أن يتأثر بعدة عوامل (كالمشتري، ومركزه المالي ،أي قدرته على الدفع وحالة السوق، وأوجه التوافق المحتملة)، كما وأن هناك بعداً نفسياً كبيراً في السعر لم يرد في القيمة ، هذا لا يعني أن القيمة لا تتطور مع مرور الوقت ، بل إنها تتغير مع تغير الأحداث ، Neale McElroy, (2004)

13-2- القيم المختلفة للأسهم:

- القيمة الحقيقية:

تعرف بأنها القيمة العادلة أو المقبولة ، أو القيمة التي تبرزها الحقائق المتمثلة في الموجودات و الأرباح 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 . (النعيمي ، و التميمي ، 2019) ويرى King أن القيمة الحقيقية " هي عملية حقيقية يقوم بها المستثمر الذكي للتأكد من امكانية الاستثمار مثل فحص العمليات و إدارتها والتأكد من الحقائق الجوهرية" (King, 2008).

ويتغير حساب هذه القيمة ، تبعاً للتغير في الحقائق وتغير ظروف الاقتصاد الوطني المستقبلية ونمو القطاع الذي تنتمي له 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 (العارضي، الشمري ،2012).

-القيمة السوقية:

"وهي السعر الذي يتداول به السهم في وقت معين في سوق رأس المال" (Gitman, Lawrence) وتعرف بأنها 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 المتوقع. (الشنطي ، وشقر ، 2007) وتعرف كذلك بأنها " قيمة السهم العادي في السوق المالية ، وتحدد من خلال تفاعل قوى العرض و الطلب 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 (Hoover, 2006)

13-3- مفهوم التقييم :

إن عملية التقييم تعنى 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 (سعيد ، 1999) . ويمكن 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". (نبيل، 2006). كما و يُعرف التقييم "على أنه 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)". (الغالي ، محمد عدنان، 2019)

كما عرّف 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". (Hiriyappa, 2008) وقد عرّف Damodaran 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 المماثلة. (Damodaran , 2002)

13-4- نماذج تقييم الأسهم:

13-4-1- نماذج التقييم المطلق

"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 و المخاطر المستقبلية ومعدلات النمو مقارنة بتوقعات السوق، حيث تعتمد معظم نماذج التقييم المطلق على نهج التدفقات النقدية المخصومة (DCF) ، لأن الفكرة الرئيسة لمعظم هذه النماذج ، هي أن القيمة الأساسية للأصل تساوي التدفقات النقدية المخصومة بمعدل خصم مناسب ، وتعد نماذج القيمة الحالية في نظرية التمويل الأكاديمي بمثابة النهج الأساسي لتقييم حقوق الملكية ، منطق هذه النماذج ؛هي أن قيمة الأصل بالنسبة للمستثمر يجب أن تكون مرتبطة

بالعوائد التي يتوقع المستثمر الحصول عليها من امتلاك هذا الأصل. 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". (Stowe, Roberson, et Al , 2010)

13-4-2 نماذج التقييم النسبي:

"يتمثل الهدف في التقييم المطلق بالعثور على القيمة الجوهرية للأصل بالنظر إلى خصائص التدفق النقدي والنمو و المخاطرة ، بينما يكون الهدف من التقييم النسبي هو : تقييم الأصول بناء على كيفية تسعير الأصول المماثلة في السوق ، وتقوم نماذج التقييم النسبي على قانون السعر الواحد وهو النظرية الاقتصادية القائلة أنه : إذا كان هناك أصلان متشابهان في السوق ، يجب أن تباع 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 له، ويشار إلى هذه الطريقة أحيانا بطريقة الرسملة المباشرة حيث تتكون من عمليات حسابية لبعض النسب في المؤسسات المشابهة." (مفلح ، 2020).

"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 أيضا بتحليل الشركات المقارنة، وأحد 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 تعد الشركات التي تتبع بخصم على القيمة الدفترية مقارنة بالشركات الأخرى المماثلة مقومة بأقل من قيمتها في السوق ، أيضا 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 استخداما إلا أن هناك مضاعفات أخرى تؤدي أيضا دورا في التقييم و التحليل والبحث عن القيمة الجوهرية للأصل المالي". (Damodran , 2012)

13-5- مفهوم التدفقات النقدية الحرة:

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 .

وقد عرف كل من Brigham and Houston مفهوم التدفقات النقدية الحرة بأنها الأموال الإضافية والتي يمكن استغلالها لأغراض استثمارية لتوليد تدفقات نقدية مستقبلية (Brigham, Houston, 2016) أما (Brealey et Al) فوجدوا أن التدفقات النقدية الحرة " عبارة عن السيولة أو النقدية المتاحة للتوزيع على المستثمرين بعد تغطية المتطلبات الاستثمارية و رأس المال العامل" (Brealey et Al , 2015) .

13-5-1 أشكال التدفقات النقدية الحرة:

على الرغم من أن توزيعات الأرباح هي التدفقات النقدية الفعلية المدفوعة لحملة الأسهم ، إلا أن نماذج التدفقات النقدية الحرة المخصومة تعتمد على النقد المتاح للتوزيع ، ولكن لا يتم توزيعها بالضرورة على المساهمين ، حيث يمكن تقييم الأسهم العادية إما عن طريق خصم مباشر للتدفقات النقدية الحرة إلى حقوق الملكية ، أو بشكل غير مباشر من خلال

حساب قيمة الشركة ككل من خلال خصم التدفقات النقدية للشركة ، أي التدفقات النقدية بعد تغطية جميع مصاريف التشغيل و الضرائب ولكن قبل مدفوعات الدين ، بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، ويطلق عليهما أيضا بتقييم الشركة و تقييم حقوق الملكية ؛ وهذا ما يعني أن هناك مسارين للتقييم ؛ الأول هو تقييم حصة الأسهم فقط و الثاني هو تقييم الشركة بأكملها والتي تشمل إلى جانب حقوق الملكية أصحاب المطالبات في الشركة (حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة). (مفلح ، 2020)

13-5-1-1- التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمنشأة:

ويتم 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 ، وقد لاحظ كل من

(miller and Modigliani) "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 (Modigliani , Miller ,1958)

ويتم من خلال هذا النموذج الحصول على قيمة الشركة ككل ، وذلك بخصم التدفقات النقدية الحرة للمنشأة بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Quiry, Salvi , Dallochio, 2014) حيث أن:

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

حيث أن :

FCFF : التدفقات النقدية الحرة من الأصول التشغيلية.

WACC : متوسط التكلفة لمرجح لرأس المال.

ويمكن 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 (Damodaran, 2002)

13-5-1-2- التدفقات النقدية الحرة المتاحة للملكية:

وهي 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 المستحقة. (Damodaran ,2002)

حيث يتم إعطاء الصيغة الرياضية بالشكل التالي : (Carl , 2015)

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE}{(1+K)^t} \quad (2)$$

حيث أن :

FCFE: التدفقات النقدية الحرة لحقوق الملكية

K: معدل الخصم

يلاحظ من خلال هذا النموذج أنه عندما يتم استبدال أرباح الأسهم بالتدفقات النقدية الحرة لقيمة حقوق الملكية ؛ فهذا يعني ضمناً 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 و سيشمل النمو المتوقع في التدفقات النقدية نمو الدخل من التشغيل و الأصول وليس النمو في الدخل من الزيادات في الأوراق المالية القابلة للتداول. (Damodaran, 2006)

14- الجانب العملي :

يتم قياس متغيرات البحث لكل شركة من الشركات خلال الفترة (2015 – 2021)، وذلك بالاعتماد على البيانات التاريخية حيث تم حساب التدفقات النقدية الحرة وخصمها بمعدل الخصم وذلك للوصول إلى القيمة الحقيقية لأسهم الشركات عينة البحث وذلك من خلال الخطوات التالية :

-القيمة الحقيقية وفقاً لنموذج التدفقات النقدية :

❖ حساب التدفقات النقدية الحرة من خلال المعادلة الآتية :

$$FCFE = Net\ Income - CapeX + Depreciation - Change\ in\ Working\ Capital + Net\ Debt\ Issued$$

حيث أن :

Net Income : صافي الربح بعد الفوائد و الضرائب

CapeX: النفقات الرأسمالية

Depreciation: التوزيعات

Change in Working Capital: التغير في رأس المال العامل

Net Debt Issued : صافي الدين

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

$$V = \frac{FCFE}{K}$$

❖ حيث K: يمثل سعر الفائدة السوقي على القروض طويلة الأجل

سعر السهم السوقي : وهو سعر السهم الفعلي للشركات عينة الدراسة في كل عام ، ويحسب كمتوسط حسابي لسعر السهم خلال العام.

والجدول الآتي يبين نتائج القيمة الحقيقية المحسوبة وفقاً لنموذج التدفقات النقدية لأسهم الشركات عينة البحث:

الجدول رقم (1): القيمة الحقيقية و الأسعار السوقية لأسهم الشركات عينة البحث

رمز الشركة	متوسط القيمة الحقيقية	متوسط الأسعار السوقية
UIC	343.74	340.22
AROP	301.27	282.29
AHT	870.51	508.76
AVOC	1572.88	798.87
ATI	362.48	338.85
NIC	306.16	325.63
SAIC	216.92	203.34
SKIC	230.56	324.51
UG	90.69	255.93
NAMA	242.73	171.87

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المالية المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية. وقد تم إدخال البيانات المالية المحسوبة للشركات عينة البحث خلال السنوات من (2021 - 2015)، و المتمثلة في قيم الأسهم حسب نموذج التدفقات النقدية الحرة و القيمة السوقية ، إلى برنامج التحليل الإحصائي SPSS وذلك لإجراء الاختبار الإحصائي Wilcoxon لمعرفة الفروقات بين قيم الأسهم الحقيقية و أسعارها في السوق إذا كانت الفروق جوهريّة أم لا ، وذلك لاختبار الفرضية الآتية:

1-14- اختبار الفرضية : لا توجد فروقات ذات دلالة إحصائية بين القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية المحسوبة وفقاً لنموذج التدفقات النقدية الحرة و قيمها السوقية.

لاختبار هذه الفرضية تم إجراء الاختبار الإحصائي Wilcoxon ، وهو اختبار بديل اختبار t للعينات المرتبطة ، يستخدم للتعرف على الفرق بين عينتين غير مستقلتين ، حيث تم استخدامه بسبب حجم العينة الصغير ($n < 30$) وذلك لمعرفة الفروقات بين القيمة الحقيقية والقيم السوقية ، وإذا ما كانت الفروق جوهريّة أم لا؛ والجدول التالي يوضح نتائج الاختبار :

الجدول رقم (2)نتائج اختبار Wilcoxon للقيم الحقيقية و القيم السوقية

Ranks			
	N	Mean Rank	Sum of Ranks
market value – real Negative Ranks	7 ^a	5.14	36.00
value Positive Ranks	3 ^b	6.33	19.00
Ties	0 ^c		
Total	10		

a. market value < real value

b. market value > real value

c. market value = real value

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS

الجدول رقم (3): معنوية ودلالة اختبار Wilcoxon للقيم الحقيقية و القيم السوقية

Test Statistics ^b	
	market value – real value
Z	-.866 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.386

a. Based on positive ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي SPSS

نلاحظ أن قيمة z هي -0.866 بقيمة احتمالية 0.386 وهي أكبر من مستوى الدلالة المقبول 0.05 ، ومن ثم لا توجد فروقات ذات دلالة إحصائية بين القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وقيمتها السوقية.

كما تم تحليل نتائج متوسط القيمة الحقيقية المحسوبة لجميع الشركات عينة البحث ومقارنتها مع متوسط الأسعار السوقية لها وذلك لمعرفة فيما إذا كانت الأسهم مقيمة بأعلى من قيمتها أو أقل من قيمتها في السوق:

الجدول رقم(4): متوسط القيم الحقيقية و القيم السوقية لأسهم الشركات عينة البحث في سوق دمشق

السنة	متوسط القيم السوقية	متوسط القيم الحقيقية	الفرق	نسبة الفرق %
2015	207.47	159.77	(47.70)	(22.99)
2016	291.02	341.16	50.14	31.38
2017	245.07	272.28	27.21	11.10%
2018	303.60	192.09	(111.51)	(36.72%)
2019	352.38	413.07	60.69	17.93%
2020	404.24	493.50	89.26	22.08%
2021	718.30	1471.58	753.28	104.86%
المتوسط العام	360.29	477.63	117.34	32.56%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المالية المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

يتبين من الجدول السابق أن المتوسط العام للفرق بين القيم الحقيقية والقيم السوقية قد بلغت 32.56% أي أن أسعار الأسهم تباع بأقل من قيمتها بنسبة 32.56% أي أنها مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية ، ومن مصلحة المستثمرين الاستثمار بها بما أن قيمتها الحقيقية أعلى من سعرها.

15- الاستنتاجات:

- 1- لا توجد فروقات ذات دلالة إحصائية بين القيم الحقيقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وقيمتها السوقية
- 2- أسعار أسهم الشركات مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية ، ومن مصلحة المستثمرين الاستثمار بها ، حيث بلغ المتوسط العام للفرق بين القيم الحقيقية والقيم السوقية 32.56% .

16- التوصيات:

- 1- توصي الباحثة المستثمرين بالاعتماد على نموذج التدفقات النقدية الحرة في التقييم لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية
- 2- توصي الباحثة باستخدام نموذج التدفقات النقدية الحرة ، لتحديد أسهم الشركات المقيمة بأعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية في سوق دمشق للأوراق المالية.

17- قائمة المراجع:

- 1- الشنطي ، أيمن ، وشقر ، عامر ، (2007) ، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي ، الطبعة الأولى ، دار البداية للنشر والتوزيع، ص69.
- 2- العارضي ، جليل كاظم ، الشمري ، أرشد عبد الأمير ، 2012 ، استراتيجيات الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، دار الصفاء للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن، ص 171.
- 3- 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، ص 103.
- 4- النعيمي ، عدنان تايه ، والتميمي ، أرشد فؤاد ،(2019) ، الإدارة المالية المتقدمة، اليازوري للطباعة و النشر ، عمان ، الأردن، ص 119.
- 5-توفيق ، سعيد، (1999)، الاستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين شمس ، مصر ، القاهرة ، ص29 .
- 6-شاكر، نبيل ،(2006) ، الإدارة الفعالة للأموال و المشروعات ، مكتبة عين شمس ، مصر ، القاهرة ، ص357.
- 7- مفلح ، هزاع، خلف ، أسمهان، (2020) ، الأسواق المالية ، جامعة حماه ، كلية الاقتصاد ، ص 420- 423.

1- Brealy , R., Myers, S., Allen,F. (2015) ,**Principles of Corporate Finance**, MC: Grow Hill ,P209

2-Brigham, E., Houston, F., (2016), **Fundamentals of Financial Management** , Boston , MA Cengage Learning , P 120

3-Carl , B., (2015) , **Corporate Valuation Using The Free Cash Flow Method** , First Edition , Business Expert Press ,P33

4- Damodaran, A.,(2002), **Investment Valuation – Tools and Techniques For Determining The Value of Any Asset** , John Wiley and Sons, PP 6- 533-538

5- Damodran , A., (2012) , **Investment Valuation : Tools and Techniques For Determining The Value of any Asset** , University Edition 3ed , John Wiley and Sons ,

INC , P 35-36

6- Damodaran, A., (2006) , **Valuation Approaches and Metric: A Survey of Theory and Evidence** , Stern School of Business, P21

7- Gitman , Lawrence , (2009) , **Finance- Principles of Managerial Finance**, Prentice Hall, P 242

8- Hitchner ,R. ,(2003) , **Financial Valuation: Applications and Models** , John wiley and Sons , P7

9- Hiriappa , B. ,(2008) , **Investsment Management: Securities and Portfolio Management** , New Age International Limited New Delhi , P180

10- Hoover , Scott , (2006), **Stock Valuation and Essential guide to Wall Streets most popular valuation models** , McGraw – Hill , P26

11-King , Alfred , (2008), **Executives Guide to Fair Value Profiting from The Valuation Rules** , John Wiley and Sons , P76

12-Koller , T., Goedhart, M., Wessels, D., (2010) , **Measuring and Managing The Value**, John Wiley and Sons, INC , P25 -26

13 -Modigliani , F., and Miller ,M., (1958), **The Cost of Capital**, Corporation Finance and The Theory of Investment, American Economic Review , V48, PP 261 -297

14- Neale ,B. , McElroy ,T.,(2004), **Business Finance a Value Based Approach** ,Hall , England P290

15- Quiry, P., Salvi , A., Dallochio, M., (2014) , **. Corporate Finance : Theory and Practice**, Fourth Edition ,New york: John Wiley and Sons, P560

16-Robert , Merton , (2011), **Macroeconomics and Finance** , Wiley-Blackwell ,p12

17-schreiner, A.,(2007) , **Equity Valuation Using Multiples an Empirical Investigation** , Wiesbaden, German ,P38

18-Stowe ,D., Roberson,R., et Al ,(2010), **Equity Asset Valuation** , John Wiley and Sons, Hoboken, New jersey, Canada, P46- 47