



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المحاسبة

دور التدفق النقدي الحر في تقييم الأسهم " دراسة ميدانية "

The role of free cash flow in the stocks evaluation

" Field Study "

إعداد

الطالب حسام عبد الجبار الديب

إشراف

الدكتور عقبة الرضا

أعدت هذه الدراسة كمتطلب لنيل درجة الماجستير في المحاسبة

الإهداء

إلى والدي و والدتي ..

إلى أخي و أختي

إلى غاليتي ديما ...

إلى كل من أحبني وأحب أن يراني في هذا الموقف البهيج ...

* * *

أهدي هذا الجهد المتواضع

رسالة شكر وتقدير

الصلاة والسلام على سيدنا محمد خاتم المرسلين القائل في الحديث الشريف :
[لا يشكر الله ، من لا يشكر الناس].

لا يسعني في هذا المقام إلا أن أحمد الله سبحانه وتعالى أن وفقني على اتمام
دراستي وبحثي هذا ، ويطيب لي أن أتقدم بجزيل الشكر ووافر الامتنان إلى
من ساهم في انجاز هذا البحث وأخص بالذكر أستاذي الدكتور عقبة الرضا
على ما بذله وقدمه من نصيح وإرشاد ووقت لإنجاز هذا البحث ، فمن علمني
حرفاً كنت له عبداً.

كما أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى أستاذي الكريمين الدكتور مأمون حمدان
والدكتور عبد الرحمن مرعي على تفضلهما بقبول مناقشة رسالتي هذه ، فلكم
مني كل الشكر وفائق الإحترام ..

كما أتوجه بجزيل الشكر والعرفان لموظفي وإدارة سوق دمشق للأوراق
المالية ممثلة بالدكتور محمد جليلاوي المدير التنفيذي للسوق على مساعدتهم
التي أغنت البحث.

وأتوجه بالشكر أيضاً لإدارات وموظفي شركات الوساطة المالية العاملة في
سورية على تعاونهم ومساعدتهم.

كما أتقدم بالشكر إلى كل من قدم لي مساعدة من قريب أو بعيد .

قائمة المحتويات

أ	الإهداء
ب	رسالة شكر وتقدير
ج	قائمة المحتويات
و	قائمة الجداول
ز	قائمة الملاحق
1	خطة الدراسة
2	المقدمة
3	مشكلة البحث
4	أهمية البحث
4	أهداف البحث
4	منهجية البحث
5	فروض البحث
5	محددات الدراسة
6	الدراسات السابقة
9	الفصل الأول : دراسة وتحليل قائمة التدفقات النقدية
10	المبحث الأول : بيان التدفق النقدي
10	أهمية اعتماد المعايير النقدية في عملية التقييم
15	المعايير والتشريعات المحاسبية النازمة لعملية إعداد قائمة التدفقات النقدية
32	استخدامات قائمة التدفقات النقدية
33	مزايا وعيوب الطرق المحاسبية في إعداد قائمة التدفقات النقدية
35	المبحث الثاني : تحليل قائمة التدفقات النقدية
35	أهمية تحليل قائمة التدفقات النقدية
36	التحليل الأفقي لقائمة التدفقات النقدية (تحليل الاتجاه)
37	تحليل قائمة التدفقات النقدية باستخدام النسب
38	نسب قياس كفاءة الأنشطة
42	نسب القياس وفقاً لحاجة المستثمرين
46	نسب القياس وفقاً لحاجة الإدارة

49	الفصل الثاني :التدفق النقدي الحر- قياسه واستخدامه في تقييم الأسهم واختيار الاستثمارات
50	المبحث الأول : مفهوم التدفق النقدي الحر وقياسه
50	مفهوم التدفق النقدي الحر
51	قياس التدفق النقدي الحر
55	استخدامات التدفق النقدي الحر
57	المبحث الثاني : تقييم الأسهم بالاعتماد على التدفق النقدي الحر
57	مقدمة
57	تقييم الأسهم باستخدام نموذج عائدات الأسهم الثابتة
60	نموذج تقييم الأسهم باستخدام التدفق النقدي الحر
64	المبحث الثالث : اختيار محفظة الأوراق المالية باستخدام مؤشرات التدفقات النقدية
64	اختيار محفظة الأوراق المالية وفق مضاعف السعر السوقي للسهم P/E
68	اختيار محفظة الأوراق المالية وفق التدفقات النقدية التشغيلية الصافية
70	اختيار محفظة الأوراق المالية وفق التدفق النقدي الحر FCF
76	الفصل الثالث : الدراسة الميدانية
77	مقدمة
78	المبحث الأول:دراسة تطبيقية على بيانات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية
78	سوق دمشق للأوراق المالية في سطور
81	إجراءات الدراسة
82	تقييم الأسهم وفق مضاعف السعر السوقي للسهم P/E
86	تقييم الأسهم وفق مؤشر التدفق النقدي الحر FCF (النموذج المقترح)
94	مقارنة بين نتائج النموذج المستخدم P/E والنموذج المقترح FCF
97	المبحث الثاني : المسح الإحصائي الميداني
97	مجتمع وعينة الدراسة
97	أداة الدراسة
98	إختبار الصدق والثبات
100	تحليل بيانات الدراسة
111	المبحث الثالث : نتائج وتوصيات البحث
111	نتائج البحث

113 ----- توصيات البحث

115----- ملحقات البحث

134----- قائمة المراجع

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
12	نموذج قائمة التغير في صافي رأس المال العامل	1
13	نموذج قائمة مصادر الأموال واستخداماتها	2
25	قائمة التدفقات النقدية وفق الطريقة المباشرة	3
26	قائمة التدفقات النقدية وفق الطريقة غير المباشرة	4
28	مقارنة بين المرسوم 490 لعام 2007 والمرسوم 287 لعام 1978	5
30	قائمة التدفقات النقدية وفق المرسوم 490 لعام 2007	6
51	نموذج حساب التدفق النقدي الحر وفق الطريقة المباشرة	7
53	نموذج حساب التدفق النقدي الحر وفق الطريقة غير المباشرة	8
80	الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية	9
83	مضاعف السعر السوقي P/E بتاريخ 2010-1-4	10
84	التغير في أسعار الأسهم بين 2010/1/4 وحتى 2010/9/30	11
87	مضاعف التدفق النقدي الحر بتاريخ 2010-1-4	12
97	عملية توزيع الاستبانة على أفراد العينة	13
100	توزيع العينة حسب متغير العمر	14
101	توزيع العينة حسب متغير الدرجة العلمية	15
102	توزيع العينة حسب متغير الدرجة الوظيفية	16
103	توزيع العينة حسب متغير عدد سنوات الخبرة	17

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	رقم الصفحة
1	نموذج عن الاستبيان المستخدم في البحث	116
2	ربحية أسهم عينة الشركات المساهمة المدروسة	122
3	القيم السوقية لعينة الشركات المساهمة المدروسة	123
4	التدفقات النقدية الحرة لعينة الشركات المساهمة المدروسة	124
5	المنحنيات البيانية للتغير في القيم السوقية لأسهم العينة	127

خطة الدراسة

- المقدمة
- مشكلة البحث
- أهمية البحث
- أهداف البحث
- منهجية البحث
- فروض البحث
- محددات الدراسة
- الدراسات السابقة

مقدمة :

تعتبر التدفقات النقدية أحد أهم المؤشرات التي تهتم المستثمر إن لم تكن أهمها ، حيث يسعى المستثمرون وراء الحصول على المال ، وإن نجاحهم في مسعاهم يقاس بالعائد النقدي على ذلك الاستثمار ، لذلك يهتم المستثمر الرشيد بالتدفق النقدي المستقبلي من حيث الحجم والتوقيت وإمكانية تحققه ، ودراسة احتمال عدم تحققه ، لذلك يعتبر تحليل التدفقات النقدية الأداة الأكثر أهمية للمستثمر ، خاصة بعد تراجع العديد من المؤشرات التي كانت تستخدم في تقييم الاستثمار مثل القدرة الكسبية للمنشأة ومفاهيم رأسمال العامل وربحية السهم وسواها من المعايير التي فشلت في الحكم على السيولة والمرونة المالية والتي أدت إلى إفلاس العديد من الشركات الكبرى في العالم ، خاصة بعد اجتياح موجات الكساد الاقتصادي المعاصرة مما دفع المجتمع المالي للمطالبة بالاعتماد على الأساس النقدي والمطالبة بوضع معايير تحكم ذلك الأساس ، وكان ذلك من خلال إصدار مجلس المعايير الأمريكية (FASB) المعيار المحاسبي رقم 95 بعنوان "قائمة التدفقات النقدية " في نوفمبر من عام 1987 ليصبح ساري المفعول عام 1988 والقاضي بإعتبار قائمة التدفقات النقدية مكون أساسي من مكونات التقارير المالية التي تصدرها الشركات ، وتبعتها بعد ذلك بريطانيا في النظر إلى أهمية التدفقات النقدية وأصبحت القائمة إلزامية اعتباراً من 23 مارس 1992 .

ثم جاء المعيار الدولي السابع القاضي بالإلزامية القائمة ودورها الإعلامي لتقويم الأداء واتخاذ القرارات الاستثمارية.

جاءت قائمة التدفقات النقدية لتجيب عن العديد من الاستفسارات التي كانت تشغل بال المستثمرين ، حيث تظهر هذه القائمة مقدرة الشركة على إدارة النقدية وتحقيق تدفقات نقدية موجبة في المستقبل وإجراء توزيعات للأرباح وتفسير الاختلافات بين صافي الربح وصافي التدفقات النقدية .

ويمكن القول أن قائمة التدفقات النقدية مثل باقي القوائم المالية يمكن تحليلها للكشف عن علاقات هامة يمكن البناء عليها في اتخاذ القرارات المختلفة ، والتي يمثل قرار الاستثمار أهمها .

ويمكن هذا التحليل في دراسة كفاءة المنشأة في الحصول على تدفقات نقدية من عملياتها الجارية ، لكن في الواقع عجزت هذه القائمة بشكلها التقليدي عن إعطاء صورة شاملة عن الوضع المالي للشركة ، وخاصة فيما يتعلق بجانب التدفق النقدي التشغيلي وإمكانية احتواءه على عناصر غير متكررة ، إضافة إلى ذلك عدم إمكانية الاعتماد على قائمة التدفقات النقدية في تقييم الأسهم ، مما دعا إلى استنتاج معيار نقدي يمكن الاعتماد عليه في تقييم الأسهم أطلق عليه : " التدفق النقدي الحر " والمستنتج من القائمة والذي يمثل النقد المتبقي بعد إيفاء الشركة لجميع التزاماتها اللازمة لاستمرارها على نفس السوية من معدل النمو فيها ، وهو ما يبحث عنه المستثمر ذو الخبرة الذي يعمل على تحليل العلاقة بين العناصر الواردة في تلك القائمة سنة بعد أخرى ليطمئن على ثبات أو ارتفاع قيمة أسهمه ، ذلك أن التدفق النقدي الحر سوف يستخدم في استثمارات جديدة أو تخفيض الديون مما يؤدي إلى زيادة حقوق الملكية للشركة والتي سوف تنعكس بشكل إيجابي على المستثمر وحقوقه في الشركة ، واستقرار في العوائد النقدية له .

ويمكن الحصول على رقم التدفق النقدي الحر من خلال طرح صافي الإنفاق الرأسمالي في المشروع من التدفقات النقدية التشغيلية الصافية.

إن صدور المرسوم التشريعي رقم 55 لعام 2006 والقاضي بإنشاء سوق دمشق للأوراق المالية ونظراً لما يمكن أن تمثله تلك السوق من مركز لإستثمار رؤوس الأموال وتداولها وتوفير السيولة النقدية من خلال تحفيز المدخرات النقدية على دخول حيز الاستثمار، إضافة لحدثة عهد سوق الأوراق المالية في سورية من جهة وقلة الأبحاث المرتبطة بهذا المجال من جهة أخرى ، بالرغم من أهميته الكبيرة في دعم الإقتصاد الوطني وخلق فرص استثمارية جديدة شكل حافزاً لدى الباحث في إجراء هذه الدراسة من خلال إعطاء مفاهيم جديدة للإستثمار في الأسواق المالية استناداً إلى المؤشرات النقدية ، وأملاً في أن تساعد هذه الدراسة في نشر ثقافة الاستثمار في السوق السورية على أسس علمية يمكن أن يستند إليها كلاً من المستثمرين وشركات الوساطة المالية في صناعة القرارات الاستثمارية ، إضافة لإمكانية الإستفادة من هذه الدراسة في تطوير أداء سوق دمشق للأوراق المالية. وانطلاقاً من هذه الأهمية التي تشكلها التدفقات النقدية في قرار الاستثمار ، فقد ركزنا في هذا البحث على دراسة قائمة التدفقات النقدية وأسس تحليلها وإظهار النواحي الإيجابية فيها ونواحي القصور في عملية تقييم الأسهم من خلالها ، واستنتاج التدفق النقدي الحر منها واستخدامه في تقييم الأسهم تمهيداً للمقارنة بين قيمة السهم المقدرة وقيمتها السوقية ، ومن ثم تتطرق الدراسة نحو إظهار كيفية تشكيل المحفظة الاستثمارية استناداً إلى مؤشر التدفق النقدي الحر والتدفقات النقدية التشغيلية من جهة ومؤشر مضاعف السعر السوقي للسهم P/E من جهة أخرى والمقارنة بين أداء المحافظ الاستثمارية وفق كل منها.

مشكلة البحث :

من خلال دراسة بعض الأبحاث والمراجع العلمية يرى الباحث أن مشكلة البحث تتمثل في ما يلي :

- ١ قد لا يقدم وجود تدفقات نقدية تشغيلية موجبة دليلاً على نجاح إدارة المنشآت في سياساتها النقدية ، ومن جهة أخرى فإن عدم ربط التدفقات النقدية التشغيلية بالتدفقات النقدية الحاصلة من الأنشطة الأخرى عند دراستها سيشكل خللاً في عملية تقييم المنشآت.
- ٢ قد يؤدي اختلاف تصنيف بعض البنود ضمن الأنشطة الرئيسية في المنشآت إلى حصول صعوبات في إجراء المقارنات ، بالإضافة لوجود عناصر غير متكررة قد تحتوي عليها الأنشطة التشغيلية وما قد يرافقها من تضليل لمستخدمي تلك البيانات.
- ٣ إن الاعتماد على مؤشر ربحية السهم في تقييم الاستثمار أخذ في التراجع نتيجة تحكم السياسات الإدارية والطرق المحاسبية في حساب ذلك المؤشر.
- ٤ إن الاعتماد على نسبة سعر السهم إلى العائد ، أو على التدفق النقدي التشغيلي في تشكيل المحفظة الاستثمارية قد يكون ملائماً في الأوضاع الاقتصادية الجيدة وعند تحقيق الشركات لأرباح ولكنها تصبح قاصرة في حالة تحقيق الشركة لخسائر وفي الأوضاع الاقتصادية السيئة.

أهمية البحث :

تنطلق أهمية البحث من النقاط التالية :

- 1- عرض قائمة التدفقات النقدية بطريقة تلبي احتياجات المستخدمين من المعلومات وتحليلها باستخدام أدوات التحليل المالي في سبيل اتخاذ القرارات المختلفة.
- 2- بيان أهمية التدفقات النقدية التشغيلية بالنسبة للمستثمر و إمكانية ربطها بالتدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية والتمويلية عند دراسة قرار الاستثمار.
- 3- تقييم الأسهم بناءً على مؤشر التدفقات النقدية.
- 4- تشكيل المحفظة الاستثمارية بالاعتماد على التدفق النقدي الحر للشركات وفقاً لنماذج رياضية مقترحة.

أهداف البحث :

تتمثل أهداف البحث فيما يلي :

- ١ دراسة قائمة التدفقات النقدية من حيث إيجابياتها ونواحي القصور فيها من أجل الوصول إلى الطريقة المثلى في عرض بنودها لأغراض استثمارية .
- ٢ دراسة التدفقات النقدية التشغيلية وإظهار أهميتها لدى المستثمر، وإمكانية الاعتماد عليها في صناعة قرار الاستثمار .
- ٣ إظهار أهمية التدفق النقدي الحر في تقييم الأسهم ، ودوره في اختيار الشركات التي تشكل أسهمها المحفظة الاستثمارية المستهدفة .
- ٤ بيان قصور مؤشر ربحية السهم في تقييم الأسهم نتيجة تحكم السياسات الإدارية والطرق المحاسبية في حسابه.

منهجية البحث:

- 1- منهج استنباطي : يستند إلى ما ورد في أدبيات المحاسبة المالية والإدارية والإدارة المالية حول معيار التدفق النقدي المستخدم في تحديد واختيار الشركات التي يمكن أن تدخل في قرار الاستثمار تمهيداً لضمها إلى المحفظة الاستثمارية.
- 2- منهج استقرائي : يعتمد على دراسة ميدانية لبعض شركات الوساطة المالية وسوق دمشق للأوراق المالية واستبيان رأي العاملين فيها كعينة إحصائية و المسح الإحصائي الميداني عن طريق الاستبانة التي جمعت لهذه الغاية والتي وزعت على مفردات العينة. و من ثم دراسة بيانات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وتطبيق المعايير الموضوعية في البحث واختبار مدى توافق نتائج ذلك التطبيق مع فروض البحث.

فروض البحث:

سيعتمد البحث على اثبات أو رفض الفرضيات التالية :

- ١ -لا يوجد تراجع لمفهوم رأس المال العامل والنسب المالية كمقاييس للسيولة والمرونة المالية واهتمام متزايد بالعائدات النقدية من الاستثمار.
- ٢ -لا يوجد قصور في قائمة التدفقات النقدية بشكلها التقليدي في إعطاء صورة شاملة وغير مضللة عن الوضع المالي والنقدي للمنشأة.
- ٣ -عدم إمكانية الاعتماد على رقم التدفقات النقدية التشغيلية لإعطاء صورة دقيقة عن كفاية وكفاءة النشاط التشغيلي للشركة ومدى نجاح ادارة المنشأة في سياساتها النقدية وتقييم الاستثمارات .
- 4- لا يعتبر مؤشر التدفق النقدي الحر أفضل من مؤشر ربحية السهم ونسبة سعر السهم إلى عائد P/E كمعيار في عملية تقييم الأسهم من حيث :

- أ -إعطاء صورة واضحة عن تحركات سعر السهم المستقبلية.
- ب -توجهات الإدارة المستقبلية.
- ج -تجاوز نواحي القصور المرتبطة بمؤشر ربحية السهم ونسبة سعر السهم إلى عائد P/E.
- 5- لا تتفوق المحفظة الاستثمارية المشكلة وفق معيار التدفق النقدي الحر من حيث العائدات والأداء على المحافظ الاستثمارية المشكلة وفقاً لمعيار التدفق النقدي التشغيلي ونسبة السعر إلى العائد P/E وعلى مؤشرات الأداء عادةً.

محددات الدراسة :

- ١ -إن الاعتماد على الإستبانة في إثبات أو رفض جزء من فرضيات البحث في هذه الدراسة قد يعكس إجابات متحيزة من قبل أفراد العينة.
- ٢ -صعوبة توزيع الإستبانات واسترجاعها ، وذلك لتعدد وتباعد الأماكن التي تم توزيع الإستبانة فيها والذهاب عدة مرات لإستعادة الإستبانة نظراً لإنشغال معظم أفراد العينة المستبانة ، بالإضافة لعدم إستلام الإستبانات الموزعة كافة.
- ٣ -قلة عدد الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتي تشكل مجتمع الدراسة التطبيقية في البحث وحدثة عهدها ، إضافة إلى قصر الفترة الفاصلة بين بدء التداول بأسهم تلك الشركات في 2010/4/1 وتاريخ إنهاء الدراسة في 2010/9/30 حيث كان من الأفضل دراسة حركة أسعار الأسهم والعائدات منها لفترة أطول.

٤ - عدم وجود محافظ استثمارية مشكلة من أسهم الشركات المساهمة السورية لعدم إجازة التشريعات السورية بتشكيلها حتى الآن ، وبالتالي عدم إمكانية المقارنة بين محفظة استثمارية معيارية مشكلة وفق المعايير الموضوعة في البحث مع محافظ استثمارية فعلية سواء من حيث الأداء أو من حيث العائدات.

الدراسات السابقة:

1- دراسة ساندرا سوبرمانيام Sandra subramaniam " التدفق النقدي الحر - الغطاء الذهبي والضابط لنشاط الاستثمار "^١ والمنشورة في أكتوبر من عام 1995 في جامعة تكساس، وقد اختبرت فيها العلاقة بين التدفق النقدي الحر ومستويات الاستثمار وقد توصلت إلى أن مستويات الاستثمار قد ازدادت في الشركات المستهدفة مع زيادة التدفق النقدي الحر ، وأن زيادة الاستثمار تلك سوف تنعكس على المالكين وحقوقهم بشكل ايجابي ، كما أن زيادة الاستثمار الرأسمالي سوف يتحقق في حال توافر التدفق النقدي الحر والذي يكون مرتبطاً بهدف الحصول على زيادة في الاستثمارات .
إن نتائج ذلك البحث قدمت حلاً جيداً لأصحاب حقوق الملكية بالنسبة للمشاكل الناشئة عن زيادة الاستثمار التالي لتملكهم .

2- دراسة اغناسيو فيلز باريجا Ignacio Velez Pareja " التحديد الصحيح للتدفقات النقدية لتقييم الشركات - التدفقات النقدية الحرة والتدفقات النقدية للأسهم "^٢ المنشورة في 3 كانون الثاني من عام 2005 في جامعة كولومبيا.
حيث أظهر الباحث أن هناك مجال واسع لإظهار كيفية حساب التدفقات النقدية لأغراض التقييم . وعرض للكثير من التعاريف والأساليب لذلك ، وأكد أن بعض تلك الطرق والأساليب تتناقض المفاهيم والقواعد الأساسية للتدفقات النقدية والقيمة الزمنية للنقد .
وأظهر في دراسته ما يجب أن يكون متضمناً في تلك التدفقات النقدية والأسباب الموجبة لوجودها . وأكد أن القضية الأساسية في ذلك مرتبطة بإدراج أو إزالة بعض العناصر من رأس المال العامل لاعتبار الرصيد الظاهر في الميزانية (من نقدية وأسهم) من ضمن التدفق النقدي الحر والتدفقات النقدية للأسهم .
مؤكداً أن التدفقات النقدية يجب أن تكون متوافقة مع القوائم المالية .

^١ - Sandra subramaniam , " Free cash flows , Golden Parachutes , and the Discipline of Takeover Activity " , University of Texas, Department of accounting , 1995.

^٢ - " IGNACIO VELEZ-PAREJA , " The Correct Definition for the Cash Flows to Value a Firm (Free Cash Flow and Cash Flow to Equity) " , University of Colombia , 2005 .

3- دراسة جيمس أولسون James Ohlson إطار التقويم الموحد لأرباح الأسهم - التدفق النقدي الحر والدخل المتبقي والنمو في الإيرادات بالاعتماد على النماذج المنشورة في شباط من عام 2006 في جامعة أريزونا .^١

حيث بين الباحث في هذه الدراسة تقنيات التقويم . وأظهر أنه بالرغم من أن قيمة الأسهم وبشكل نظري تساوي للقيمة الحالية لأرباح الأسهم المتوقعة ، ولكن في الواقع العملي ، يستخدم التقويم بمستويات قياسية مرتفعة مثل التدفق النقدي الحر والإيرادات والقيم الدفترية ، ويمكن القول أن الدراسة هذه تفيد في فهم تلك المقاييس من خلال إعطاء إطار نظري بسيط وشائع يظهر كيف أن مقاييس التقييم البديلة يمكن أن تستخدم عوضاً عن أرباح الأسهم . كما أكدت على استخدام بعض الأساليب لإعطاء دعامة نظرية عن الإيرادات بالاعتماد على التقييم .

4- دراسة فيرديناند جول Ferdinand Gul تحليل التأثيرات المشتركة لواقع فرص الاستثمار - التدفق النقدي الحر - الحجم على سياسة الديون للشركة المنشورة في جامعة نيوجيرسي - نيسان من عام 2004.^٢

حيث قام الباحث باختبار الرابط بين واقع الاستثمار والتدفق النقدي الحر وحجم الدين من خلال دراسة عينة من البيانات المالية للشركات الأمريكية بين عامي 1989 و عام 1993 . وقد توصل الباحث إلى نتائج أساسية أهمها أن هناك رابط إيجابي بين التدفقات النقدية الحرة ومستوى الدين في الشركات التي ينخفض فيها الميل إلى تحويل التدفقات النقدية الحرة إلى استثمارات جديدة ، كما أن هناك علاقة سلبية بين الديون والتوسع في الاستثمارات خاصة في الشركات الصغيرة التي تحاول غالباً أن تمول توسعاتها من رأسمال الأسهم بقدر أكبر من الدين، كما أن هناك رابط إيجابي بين حجم الديون والتدفقات النقدية الحرة المرتفعة للشركات الأقل ميلاً لاستغلال التدفق النقدي الحر في الاستثمارات ويبدو ذلك جلياً في الشركات الكبيرة.

وستختلف هذه الدراسة عما ورد أعلاه في أنها ستعتمد إلى عرض أهمية التدفقات النقدية، وفي إجراء تقييم عام للوضع المالي للشركة كخطوة أولى وذلك من خلال دراسة وتحليل عناصر قائمة التدفقات النقدية باستخدام التحليل الأفقي واستخدام النسب المالية الخاصة بالتدفق النقدي، ثم تتطرق الدراسة بعد ذلك لقياس التدفق النقدي الحر واستخدامه في قياس القيمة المستقبلية للسهم الذي يملكه المستثمر ، ومن إجراء مقارنة بين أداء المحافظ الاستثمارية المختارة على أساس كل من : سعر السهم نسبة لعائد السهم (P / E) ، التدفق النقدي التشغيلي ، التدفق النقدي الحر .

^١ - JAMES OHLSON , " A Unified Valuation Framework for Dividends , Free Cash Flows, Residual Income , and Earnings Growth Based Models", Arizona State University , Department of Accounting , 2006 .

^٢ - FERDINAND GUL , " AN Analysis of Joint effects of Investment Opportunity set , free cash flows and Size on Corporate Debt Policy " , The state University of New Jersey – Accounting & Informations Systems Department , 2004 .

وصولاً لاختيار الأساس المناسب في اختيار المحفظة الاستثمارية بالاعتماد على التدفقات النقدية .

في النهاية لا يمكن ادعاء الكمال في هذه الدراسة ، وإنما يغمرنا الأمل في أن تضيف هذه الدراسة لبنة صغيرة في جدار العلم الكبير.

والله من وراء القصد ..

الفصل الأول

دراسة وتحليل قائمة التدفقات النقدية

• المبحث الأول : بيان التدفق النقدي

- ١ أهمية اعتماد المعايير النقدية في عملية التقييم .
- ٢ المعايير والتشريعات المحاسبية النازمة لعملية إعداد قائمة التدفقات النقدية.
- ٣ استخدامات قائمة التدفقات النقدية.
- ٤ مزايا وعيوب الطرق المحاسبية في إعداد قائمة التدفقات النقدية.

• المبحث الثاني : تحليل قائمة التدفقات النقدية

- ١ أهمية تحليل قائمة التدفقات النقدية.
- ٢ التحليل الأفقي لقائمة التدفقات النقدية (تحليل الاتجاه) .
- ٣ تحليل قائمة التدفقات النقدية باستخدام النسب.

أولاً : نسب قياس كفاءة الأنشطة :

- ١ -مقاييس جودة الربحية.
- ٢ -مقاييس جودة السيولة.
- ٣ -مقاييس تقييم السياسات المالية للمنشأة.

ثانياً : نسب القياس وفقاً لحاجة المستثمرين :

- ١ -الربحية.
- ٢ -التصرف في الأرباح.
- ٣ -مؤشرات السوق.

ثالثاً : نسب القياس وفقاً لحاجة الإدارة :

• المبحث الأول : (بيان التدفق النقدي)

1- أهمية اعتماد المعايير النقدية في عملية التقييم :

منذ فترة ليست بالبعيدة تفجرت ثلاث قضايا مالية هامة على المستوى الدولي وهي القضايا الخاصة بشركة إنرون ، وورلد كم ، وزير وكس ، وكان أثر هذه القضايا مدوياً بما يهدد النظام الرأسمالي في عقر داره ، ويمكن القول أن الأزمة الاقتصادية التي اجتاحت العالم مؤخراً وأدت إلى انهيار الاقتصاد العالمي وعزوف المصارف عن منح الائتمان ليست ببعيدة عن ما ذكر ، والتي لم تكن وليدة الصدفة وإنما ترجع في جوهرها إلى مشكلة في الأسس التي قام عليها منح الائتمان ، مما وضع المجتمع المالي بكل مفاصله أمام ضرورة إعادة النظر في الأسس التي يتم على أساسها تقييم الاستثمارات وتقييم الوضع الائتماني للشركات والأفراد ، و كان لهذه القضايا صداها على كل من المستثمرين والدائنين وعلى مهنة المحاسبة أيضاً .

إن انتشار قضايا كهذه يفسر التحول المفاجئ للمطالبة بالتقييم وفق الأساس النقدي في مجال التقارير المالية ، لا سيما من قبل المستثمرين والدائنين وغيرهم من العاملين والمهتمين بالدوائر المالية والاقتصادية ، والذين أصبحوا أكثر اهتماماً بالتدفقات النقدية للمنشأة ، خاصة بعد توسع أنشطة المنشآت ولجوءها إلى الاقتراض من المصارف وإصدار الأسهم وقروض السندات .

ولم يعد تقييم الشركات يقتصر على دراسة القدرة الكسبية للمنشأة فقط ، حيث أن المحاسبة على أساس الاستحقاق بما تتضمنه من وسائل توزيع مثل الاستهلاك وتوزيع تكلفة الأصول غير الملموسة ، واستحقاق الإيرادات أصبحت بعيدة بصورة كبيرة عن الأساس النقدي ، كما أنها أصبحت وسيلة لإخفاء إخفاقات المنشآت في إدارة أموالها كتعظيم رقم المبيعات الآجلة وبالتالي إظهار المنشأة بصورة المنشأة الرابحة في الوقت الذي قد تعاني فيه من أزمة في سيولتها النقدية مما قد يؤدي إلى وقوعها في العجز وإفلاس المنشأة .

كما أن القوائم المالية في كثير من الأحيان لا تأخذ في الحسبان التضخم ، ومن هذا المنطلق فإن المجتمع المالي وخاصة المستثمرين كانوا ينادون بضرورة توافر معيار أكثر عدالة ، مثل التدفقات النقدية لتقييم أداء الشركة .

إضافة لما تقدم فإن قائمة مصادر الأموال واستخداماتها تركز على مفهوم رأس المال العامل ، وهذا المفهوم لا يوفر معلومات لها نفس الأهمية عن السيولة والمرونة المالية كما هو الحال عند اتباع الأساس النقدي ، لأنه كثيراً ما يؤدي سوء الإدارة لكل من المخزون وحسابات المدينين إلى نقص في السيولة لا تكشفه القوائم التي تركز على رأس المال العامل ، وإن فحص التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل للمنشأة يمكن أن تظهر النقص الهام في السيولة والمرونة المالية والتي تهدد استمرارية المنشأة .

كما أن السؤال الذي يشغل المستثمرين وحملة الأسهم هو فيما إذا كانت القوائم المالية التي تصدرها الشركات والتي تظهر أرباحاً سنة بعد أخرى والمعدة وفق أساس الاستحقاق تظهر فيما إذا كانت التدفقات النقدية المتولدة من العمليات التي تمثل النشاط المعتاد للشركة قد مكنتها من سداد ديون الشركة وفوائدها ومن سداد توزيعات الأرباح

والضرائب المستحقة ؟ أم أن الشركة قد لجأت إلى مصادر أخرى لتمويل هذه الاستحقاقات من خلال إضافة ديون إضافية على كاهلها ؟
وأن الالتزام المقابل للأعباء السنوية لخدمة الديون قد تمت إضافتها إلى أصل الدين لعجز الشركة عن الوفاء بمصاريف خدمة الديون نقداً ، خاصة بعد تزايد السحب على المكشوف من المصارف ؟

ويمكن القول أن التقييم وفق الأساس النقدي ليس بجديد على مهنة المحاسبة والتحليل المالي وإنما له أساس تاريخي تدرج وتطور من تحليل المركز المالي قصير الأجل المرتبط بذلك الجانب من نشاط المنشأة المتعلق برأس المال العامل وصولاً إلى قائمة التدفقات النقدية وما تفرع عنها من مؤشرات كالنسب المالية والتدفق النقدي الحر .
وانطلق التقييم وفق الأساس النقدي في بادئ الأمر من دراسة المركز المالي قصير الأجل الممثل لمقدار الأصول المتداولة التي يملكها المشروع ومقدار الالتزامات المتداولة المقابلة لها في تاريخ معين بغرض تحديد إمكانية المشروع على تغطية التزاماته الجارية .¹

وبالتالي يمكن القول أن دراسة المركز المالي قصير الأجل تمثل دراسة وتحليل رأس المال العامل واستخلاص المؤشرات المرتبطة به ومدى تحقق قاعدة التوازن المالي من خلال التوازن بين آجال استحقاق الخصوم ودرجة سيولة الأصول وبالتالي ضرورة توافر هامش الأمان المتمثل في فائض الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة والذي يعرف برأس المال العامل الصافي .

وبالرغم من اعتماد رأس المال العامل في تقييم السيولة إلا أنه اعتبر مؤشراً عاماً لا يعطي صورة دقيقة للوضع النقدي للمنشأة حيث تم تطوير هذا المؤشر ليصبح بشكل قائمة سميت باسم قائمة التغير في صافي رأس المال العامل .
وتظهر هذه القائمة التغيرات الحاصلة في صافي رأس المال العامل من خلال دراسة مقارنة لعناصر الأصول المتداولة والخصوم المتداولة لميزانيتين متتاليتين ويكون مقدار التغير إما زيادة أو نقص في رأس المال العامل ، والتي تتمثل بالجدول رقم (1)² :

¹ - الحياي، وليد ناجي، البطمة، محمد عثمان: " التحليل المالي، الإطار النظري وتطبيقاته العملية " . دار حنين، مكتبة الفلاح، عمان، الأردن: 1996. ص: 243 .

² - محمد، منير شاكر . وإسماعيل إسماعيل . و نور عبد الناصر " التحليل المالي مدخل صناعة القرارات " . مطبعة الطليعة، عمان . الأردن: 2000. ص: 119 .

جدول رقم (1) نموذج قائمة التغير في صافي رأس المال العامل

[illegible]

والجدير بالذكر أن معظم المنشآت توقفت عن استخدام هذه القائمة لأنها لا تظهر أسباب التغير بسبب محدودية المعلومات التي تقدمها وقصورها في تقديم معلومات مفيدة عن السيولة والمرونة المالية وظهور قائمة مصادر الأموال واستخداماتها التي حلت مكانها^١. وتبين قائمة مصادر الأموال واستخداماتها التغيرات في بنود قائمة المركز المالي للفترة التي تعد عنها القوائم المالية من خلال إدراج الزيادة والنقص في بنود المركز المالي في هذه القائمة ، ويتم تحديد الزيادة والنقص عن طريق مقارنة أرصدة بنود قائمة المركز المالي في نهاية السنة المالية الحالية مع أرصدة بنود قائمة المركز المالي في نهاية السنة المالية السابقة ، وبالرغم من أنها أخذت عدت تسميات إلا أنها كانت تبين التغيرات في رأس المال العامل^٢.

ويمكن إيجاز المصادر الرئيسية للأموال وكذلك استخداماتها في المنشأة بالجدول رقم (2) ³:

¹ - الدهراوي ، كمال الدين : " تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار " . الدار الجامعية ، الإسكندرية : 2004. ص : 47.

٢ - حجازي، محمد عباس: "قوائم التدفقات النقدية الاطار الفكري والتطبيق العملي". دار نهضة مصر، القاهرة. مصر 1998 ص: 8.

٣ - محمد، منير شاكور، وإسماعيل إسماعيل، و نور عبد الناصر، " التحليل المالي مدخل صناعة القرارات "، مطبعة الطلبة، عمان، الأردن: ١٩٩٥، ص: ٨.

جدول رقم (2) نموذج قائمة مصادر الأموال واستخداماتها

الاستخدامات	الموارد
١ صافي الخسارة السنوية	١ صافي الربح السنوي
٢ نقص الأموال الخاصة	٢ زيادة الأموال الخاصة
٣ نقص القروض طويلة الأجل	٣ زيادة القروض طويلة الأجل
٤ شراء أصول ثابتة	٤ بيع أصول ثابتة
٥ الأرباح الموزعة	٥ استهلاك الأصول الثابتة
مجموع الاستخدامات	مجموع الموارد
الرصيد : (زيادة رأس المال العامل الصافي)	الرصيد : (نقص رأس المال العامل الصافي)

ورغم أن هذه القائمة استخدمت لفترة معينة إلا أن غالبية المنشآت قد توقفت عن استخدامها منذ زمن نظراً لمحدودية المعلومات التي تفصح عنها وظهور قائمة التدفقات النقدية التي حلت مكانها ، حيث أخذت الولايات المتحدة الأمريكية مضمار السبق في إحلال قائمة التدفقات النقدية محل قائمة " مصادر الأموال واستخداماتها " ، ففي تقرير المفاهيم رقم (4) لعام 1984 عزز مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي FASB بقوة استخدام قائمة التدفقات النقدية ضمن القوائم المالية الأساسية لتعكس المتحصلات النقدية للشركة مبوبة بحسب الاستخدامات الرئيسية ، وفي نوفمبر من العام 1987 أصدر مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي FASB المعيار رقم 95 بعنوان " قائمة التدفقات النقدية " STATEMENT OF CASH FLOWS الذي أصبح نافذ المفعول بالنسبة للقوائم المالية التي تصدر عن السنوات المالية المنتهية بعد تموز من العام 1988 .^١

ويرى الباحث أن عدم التعرف على نمط توليد واستخدام التدفقات النقدية في غياب قائمة التدفقات النقدية يعتبر من العوائق الهامة في تقييم الشركة ومعرفة مدى إمكاناتها المالية وقدرتها على سداد الديون وإجراء التوزيعات النقدية ، واحتمالات تعرضها لأزمات مالية في المستقبل .

إن قائمة التدفقات النقدية بما تقدمه من محتوى معلوماتي قد أصبحت ضرورة حتمية ، خاصة بعد قصور القوائم المالية التقليدية في توفير المعلومات الضرورية سواء لأغراض إدارية أو استثمارية أو ائتمانية وعجزها عن الإجابة عن الكثير من التساؤلات لدى مستخدميها مثل: ما هو حجم النقدية التي ولدها الشركة من خلال عملياتها ؟ وهل تستطيع الشركة دفع حصص الأرباح للمساهمين ؟ وكم تم الإنفاق على شراء الأصول ؟ وغيرها من الأسئلة المرتبطة بالنقدية وقدرة الشركة على توليد السيولة التي تمكنها من مواجهة التزاماتها الجارية .

^١ - حجازي ، محمد عباس : " قوائم التدفقات النقدية الإطار الفكري والتطبيق العملي " . دار نهضة مصر ، القاهرة . مصر 1998 . ص: 8-9 .

ومن هنا يمكن القول أن أي تقييم للمنشآت يستبعد التقييم وفق الأسس والمعايير النقدية سوف يبقى تقييماً ناقصاً ، ولا يمكن اعتماده بشكل كامل في عصر الأزمات والاهتزازات المالية بامتياز ، لذلك كان لابد من وجود ضوابط ومعايير تحكم هذا التقييم وكان ذلك من خلال إصدار مجموعة من المعايير والتشريعات والتي بدأت في الولايات المتحدة بإصدار المعيار رقم 95 وتبعتها في ذلك بريطانيا في عام 1992 ، حتى إصدار المعيار المحاسبي الدولي السابع المعدل عام 1994 والذي أصبح ملزماً مع باقي القوائم المالية. وانطلاقاً من ذلك يجد الباحث لزماً عليه دراسة المعايير والتشريعات المحاسبية النازمة لعملية إعداد قائمة التدفقات النقدية بهدف بيان جوهرها ومكوناتها والفائدة من استخدامها.

2- المعايير والتشريعات المحاسبية النازمة لعملية إعداد قائمة التدفقات النقدية:

سيتم عرض المعايير المحاسبية المعتمدة في البحث بطريقة وصفية يتم من خلالها تبيان وشرح المعيار وإبداء الرأي به على الشكل الآتي :

أ - المعيار المحاسبي الدولي السابع IAS7 (قائمة التدفقات النقدية)¹:

أقر مجلس معايير المحاسبة الدولية بإحلال هذا المعيار المعدل محل المعيار المحاسبي الدولي السابع والخاص بإعداد قائمة التغيرات في المركز المالي والذي كان معتمداً من قبل المجلس في تشرين أول من العام 1977، حيث أصبح هذا المعيار المعدل ساري المفعول على البيانات المالية التي تغطي الفترة التي تلي الأول من كانون الأول لعام 1994. وقد هدف المعيار المحاسبي الدولي السابع إلى إلزام المنشآت بالإفصاح عن التغيرات الفعلية الحاصلة في النقدية أو ما يعادلها من خلال قائمة التدفقات النقدية والتي يتم تصنيفها إلى تدفقات نقدية تشغيلية واستثمارية وتمويلية ، وبالتالي إمداد مستخدمي البيانات المالية بمعلومات عن المتحصلات والمدفوعات النقدية للمنشأة خلال الفترة المالية وأنشطتها الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية ، حيث تعد تلك المعلومات مفيدة وجوهرية في قياس وتقييم قدرة المنشأة على توليد النقدية وما يعادلها وحاجة المنشأة لاستخدام تلك التدفقات النقدية ، بالإضافة إلى تقييم توقيت ودرجة التأكد حول تحقق تلك التدفقات ، وقد أوصى هذا المعيار بضرورة أن تقوم المنشأة بإعداد قائمة التدفقات النقدية وفقاً لهذا المعيار وإلى عرض هذه القائمة مع القوائم والبيانات المالية التي تعدها المنشأة عن كل فترة مالية وذلك بغض النظر عن طبيعة أنشطة المنشأة لأن اهتمام مستخدمي القوائم المالية ينصب على كيفية قيام المنشأة بتوليد واستخدام النقدية وما يعادلها ، وبالتالي يجب على كافة المنشآت إعداد قائمة التدفقات النقدية . لأنه في حال استخدام بيانات قائمة التدفقات النقدية مع بيانات القوائم المالية الأخرى فإنه يمكن الحصول على معلومات تمكننا من تقييم التغيرات في صافي أصول المنشأة وهيكلها المالي و وضع السيولة والاختلافات بين صافي الدخل وصافي النقدية ، بالإضافة لتحديد قدرة المنشأة على توليد النقدية وما يعادلها وبناء نماذج رياضية تمكننا من تقدير ومقارنة القيم الحالية للتدفقات النقدية (كالتدفق النقدي الحر) ، كما تستخدم المعلومات التاريخية المتعلقة بالتدفقات النقدية كمؤشر يستخدم في التنبؤ بمقادير وتوقيت التدفقات النقدية المستقبلية ، وتقييم دقة التقديرات الماضية للتدفقات النقدية المستقبلية وفي دراسة العلاقة بين الربحية وصافي التدفقات النقدية وأثار التغير في الأسعار. وفي سياق عرض لجنة معايير المحاسبة الدولية للمعيار المحاسبي الدولي السابع قامت بوضع مجموعة من التعاريف للمصطلحات المستخدمة في المعيار . أهمها :

- ١ **النقدية** : ويقصد بها النقدية بالخرينة والصندوق (المتاحة باليد) والودائع تحت الطلب (الجارية) في البنوك والمؤسسات المالية .
- ٢ **التدفقات النقدية** : وتتمثل في التدفقات الداخلة والخارجة من النقدية وما يعادلها .

¹ - المعايير المحاسبية الدولية لإعداد التقارير المالية 2008. منشورات جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين . عمان ، الأردن 2008.

- ٣ **الأنشطة التشغيلية** : وهي الأنشطة الرئيسية المولدة لإيرادات المنشأة وهي عادة إنتاج وتسليم السلع وتأدية الخدمات ، وكذلك الأنشطة الأخرى التي لا تصنف مع الأنشطة الاستثمارية أو التمويلية .
- ٤ **الأنشطة التمويلية** : وهي الأنشطة التي ينتج عنها تغيرات في حجم ومكونات حقوق الملكية (هيكل رأس المال) والقروض الخاصة بالمنشأة .
- ٥ **الأنشطة الاستثمارية** : وهي الأنشطة المتعلقة بالحصول على أو التخلص من الأصول طويلة الأجل بالإضافة إلى الاستثمارات الأخرى التي لا تدخل ضمن ما يوصف بما في حكم النقدية .
- ٦ **الطريقة المباشرة** : وهي الطريقة التي تؤدي إلى إظهار النقدية المحصلة والمدفوعة لأنشطة التشغيل حسب المكونات الأساسية للنقدية المحصلة والنقدية المدفوعة .
- ٧ **الطريقة غير المباشرة** : وهي الطريقة التي تؤدي إلى إظهار النقدية المحصلة والمدفوعة لأنشطة التشغيل من خلال تعديل صافي الدخل (الخسارة) بالعمليات ذات الطبيعة غير النقدية ، وأي مؤجلات أو مستحقات في الماضي أو الحاضر للنقدية المحصلة أو المسددة وأي بنود متعلقة بالدخل أو المصروفات وتخص أنشطة الاستثمار والتمويل^١ .
- ٨ **النقدية المعادلة (ما في حكم النقدية)** : وتتكون من الاستثمارات قصيرة الأجل عالية السيولة مثل (أذون الخزينة ، الأوراق المالية ، أوراق سوق رأس المال) والتي يتم الاحتفاظ بها لغرض مقابلة الاحتياجات النقدية قصيرة الأجل وليس لغرض الاستثمار طويل الأجل أو أية أغراض أخرى ، ويجب أن تكون العناصر المعادلة للنقدية قابلة للتحويل إلى مقدار معلوم من النقدية وأن لا تكون عرضة لمخاطر جوهرية من حيث التغير في قيمتها نتيجة تغير سعر الفائدة ، كما أن أجل استحقاقها لا يتجاوز ثلاث أشهر من تاريخ الحصول عليها .
- وعادة لا تعتبر الاستثمارات في الأسهم نقدية معادلة إلا إذا كانت تمثل في جوهرها نقدية معادلة، مثال ذلك: الأسهم الممتازة القابلة للتحويل التي يتم شرائها قبل التاريخ المحدد لسداد قيمتها بفترة قصيرة.
- بالإضافة إلى أنه بالرغم من أن الاقتراض من البنوك يعتبر بصفة عامة نشاطاً تمويلياً ، إلا أنه في بعض الحالات قد يكون رصيد حساب البنك (سحب على المكشوف) وواجب السداد عند الطلب ، وفي هذه الحالة يعتبر ذلك الرصيد بمثابة نقدية معادلة وعندها يكون رصيد الحساب متقلباً بين المدين والدائن ، وأن يسدد حين الطلب .
- كما يؤكد المعيار على أن التحويلات بين البنود الممثلة لمكونات النقدية أو النقدية المعادلة لا تشمل تدفقات النقدية المعادلة ، حيث اعتبر أن تلك المكونات تشكل جانباً من إدارة النقدية بالمنشأة ولا تعتبر جزءاً من الأنشطة التشغيلية أو الاستثمارية أو التمويلية . حيث لا تشمل إدارة النقدية على أية نقدية زائدة يتم استثمارها في نقدية معادلة .
- وقد أوصى المعيار المحاسبي الدولي السابع على ضرورة عرض قائمة التدفقات النقدية عن الفترة المعدة من أجلها مبوبة حسب الأنشطة التي ولدت التدفقات النقدية إلى تشغيلية وتمويلية و استثمارية ووفقاً لطبيعة أعمال المنشأة ، الأمر الذي يساهم في تقديم معلومات مفيدة لمستخدميها من أجل تقدير أثر تلك الأنشطة على الوضع المالي للمنشأة وفي تقدير النقدية وما يعادلها وفي تقييم العلاقات بين

^١ - حماد ، طارق عبد العال : "موسوعة معايير المحاسبة" . الجزء الأول . عرض القوائم المالية . الدار الجامعية ، الإسكندرية 2006 . ص : 503 .

تلك الأنشطة ، ويشير المعيار إلى إمكانية أن تتضمن عملية واحدة تدفقات نقدية يمكن تصنيفها ضمن أكثر من نشاط ، فعلى سبيل المثال فإن عملية سداد أحد القروض قد تشمل على سداد أصل الدين بالإضافة إلى الفوائد وفي هذه الحالة يمكن تصنيف الفوائد باعتبارها نشاط تشغيلي أما سداد أصل الدين فيمكن اعتباره نشاطاً تموالياً .

ويرى المعيار المحاسبي الدولي السابع أن التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية تشكل مؤشراً هاماً في تحديد مقدرة المنشأة على توليد تدفقات نقدية من عملياتها الرئيسية المنتجة لإيرادات المنشأة والتي تنتج عن العمليات والأحداث الأخرى التي تدخل في تحديد صافي الربح أو الخسارة حيث تستخدم تلك التدفقات النقدية في سداد القروض والمحافظة على القدرة التشغيلية وتوزيع أرباح نقدية على المساهمين وتمويل استثمارات جديدة دون اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية ، كما تفيد المعلومات التاريخية المتعلقة بالمكونات الرئيسية للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إذا ما تم استخدامها مع المعلومات الأخرى لأغراض التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية . وقد ساق المعيار المحاسبي الدولي السابع مجموعة من الأمثلة عن التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية . نذكر أهمها :

١ المتحصلات النقدية من بيع السلع وتقديم الخدمات .

٢ المتحصلات النقدية الناتجة عن منح حقوق امتيازات والرسوم والعمولات وغيرها من الإيرادات .

٣ المدفوعات النقدية للموردين مقابل الحصول على سلع أو خدمات .

٤ المدفوعات النقدية للعاملين أو نيابة عنهم .

٥ المتحصلات والمدفوعات النقدية لشركات التأمين في صورة أقساط أو مطالبات تعويض أو أية مزايا تنتج عن بوالص التأمين .

٦ المدفوعات النقدية كضرائب أو أية ضرائب مستردة إلا إذا كانت خاصة مباشرة بأنشطة استثمارية أو تمويلية .

٧ المتحصلات والمدفوعات النقدية المتعلقة بعقود محتفظ بها للتعامل أو الإيجار .

ورغم أن بعض العمليات كبيع أصل ثابت قد ينتج عنها مكاسب أو خسائر يتم تضمينها في صافي الربح أو الخسارة ، إلا أن النقدية الناتجة عن مثل هذه العمليات تعتبر متعلقة بالأنشطة الاستثمارية .

ويرى المعيار المحاسبي الدولي السابع أن الأوراق المالية أو القروض التي يتم الاحتفاظ بها من قبل المنشأة لأغراض التعامل أو الاتجار فيها تعتبر مشابهة للمخزون الذي يتم الحصول عليه بغرض البيع ، لذلك فإن التدفقات النقدية المتعلقة بشراء أو بيع تلك الأوراق يجب أن تبوب كتدفقات نقدية متعلقة بالأنشطة التشغيلية .

وقياساً على ذلك فإن القروض والسلف التي تقدمها المنشآت المالية تبوب عادة ضمن التدفقات النقدية المتعلقة بالأنشطة التشغيلية وذلك بسبب ارتباط تلك التدفقات بالأنشطة الرئيسية المتعلقة بتوليد الإيرادات .

وبشكل عام تشمل أنشطة التشغيل جميع الأنشطة التي لا تصنف ضمن الأنشطة التمويلية أو الاستثمارية ، وقد وفر المعيار المحاسبي الدولي السابع مرونة كبيرة لبعض البنود من ناحية تبويبها ضمن مجموعات (التشغيل ، التمويل ، الاستثمار) ، فعلى سبيل المثال :

الفوائد المدفوعة قد تدخل ضمن أنشطة التشغيل أو أنشطة التمويل ، ويعكس هذا الأمر حقيقة أنه مع اعتبار أن مصروف الفوائد مرتبط بالتشغيل لأنه أحد بنود قائمة الدخل إلا أنه رغم ذلك يرتبط بعلاقة واضحة بأنشطة المنشأة التمويلية .

و مثلما أوصى المعيار بضرورة عرض التدفقات النقدية من التشغيل بشكل منفصل في القائمة فقد طالب بنفس التوصية لجهة إظهار التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية في قسم مستقل من القائمة من أجل إظهار إلى أي مدى تم تخصيص مصادر لتوليد أرباح وتدفقات نقدية مستقبلية . وقد ساق المعيار المحاسبي الدولي السابع مجموعة من الأمثلة على التدفقات النقدية المتعلقة بالأنشطة الاستثمارية نذكر منها :

1- المدفوعات النقدية لشراء الممتلكات والآلات والمعدات والموجودات ملموسة أو غير ملموسة والموجودات طويلة الأجل الأخرى. وتشمل هذه المدفوعات أية نفقات تتحملها المنشأة في سبيل التصنيع الداخلي للموجودات الثابتة.

2- المتحصلات النقدية من بيع الموجودات الثابتة الملموسة وغير الملموسة.

3- المدفوعات النقدية لشراء حقوق الملكية أو القروض التي تصدرها المنشآت الأخرى أو للدخول في مشروعات مشتركة (ولا يشمل ذلك على المدفوعات لشراء أوراق مالية تعتبر ضمن مكونات النقدية المعادلة وكذلك المدفوعات لشراء أوراق مالية بغرض التعامل أو الاتجار فيها).

4- المتحصلات النقدية من بيع حقوق الملكية أو القروض التي تصدرها المنشآت الأخرى أو حصص في مشروعات مشتركة (ولا يشمل ذلك على المتحصلات النقدية من بيع أوراق مالية تعتبر ضمن مكونات النقدية المعادلة، وكذلك المتحصلات النقدية من بيع أوراق مالية تم شرائها بغرض الاتجار فيها).

5- القروض والسلف المقدمة لأطراف أخرى (ولا يشمل ذلك على القروض والسلف التي تقدمها المنشآت المالية).

6- المتحصلات النقدية الناتجة عن سداد الغير للقروض و السلف للمنشأة (ولا يشمل ذلك القروض و السلف الخاصة بالمنشآت المالية).

7- المدفوعات النقدية الناتجة عن العقود المستقبلية، العقود الآجلة، الخيارات والمبادلات و المقايضات، ويستثنى من ذلك العقود التي يتم الاحتفاظ بها لأغراض التعامل أو المتاجرة، كما يستثنى أيضا العقود التي تصنف ضمن الأنشطة التمويلية .

8- المتحصلات النقدية الناتجة عن العقود المستقبلية، العقود الآجلة، الخيارات والمبادلات والمقايضات، ويستثنى من ذلك العقود التي يتم الاحتفاظ بها لأغراض التعامل أو المتاجرة، كما يستثنى أيضا العقود التي تصنف ضمن الأنشطة التمويلية .

وبشكل عام يمكن القول أن أنشطة الاستثمار تشمل الاستحواذ والتصرف في الأصول طويلة الأجل كالعقارات والآلات والتجهيزات والديون وأدوات حقوق الملكية في المنشآت الأخرى والتي لا تدخل ضمن وصف ما في حكم النقدية ، أو التي تم الاستحواذ عليها بغرض المتاجرة أو التعامل ، وتشمل أنشطة الاستثمار النقدية المقدمة كقروض لأطراف أخرى ، وكذلك المتحصلات من هذه القروض الممنوحة للغير (دون أن تشمل قروض وسلفيات المؤسسات المالية)¹ .

¹ - حماد ، طارق عبد العال : "موسوعة معايير المحاسبة" . الجزء الأول . عرض القوائم المالية . الدار الجامعية ، الإسكندرية 2006 . ص : 513 .

ثم انتقل المعيار المحاسبي الدولي إلى المطالبة بضرورة عرض التدفقات النقدية التمويلية في قسم مستقل من القائمة لأثر ذلك في التنبؤ بالحقوق والمطالبات المتعلقة بالتدفقات النقدية المستقبلية بواسطة مقدمي الأموال للمشروع ، وقد عرض المعيار المحاسبي الدولي مجموعة من الأمثلة عن التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة التمويلية نذكر منها :

- ١ التدفدية الناتجة عن إصدار الأسهم أو غيرها من أدوات حقوق الملكية .
- ٢ المدفوعات النقدية لحملة الأسهم (الملاك) في سبيل شراء أو استرداد أسهم سبق للمنشأة إصدارها .
- ٣ التدفدية الناشئة عن السندات والقروض أو كمبيالات والرهونات العقارية أو أية أدوات اقتراض مالية قصيرة أو طويلة الأجل .
- ٤ التدفدية المدفوعة لسداد أموال سبق اقتراضها .
- ٥ التدفدية المدفوعة بواسطة المستأجر من أجل تخفيض الالتزامات عن موجودات مستأجرة ناتجة عن عقد إيجار تمويلي .

وقد حدد المعيار المحاسبي الدولي السبع طريقتين يتم من خلالهما التقرير عن التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية وهما : الطريقة المباشرة حيث يتم بموجبها الإفصاح عن المبالغ الإجمالية المحصلة والمدفوعة للبنود الأساسية ، والطريقة غير المباشرة حيث يتم بموجبها تعديل رقم صافي الربح أو الخسارة بأثر العمليات غير النقدية و أية بنود مؤجلة أو مستحقة متصلة بمقبوضات أو مدفوعات سابقة أو مستقبلية وكذلك بنود قائمة أو النفقات المرتبطة بتدفقات نقدية من الأنشطة الاستثمارية و التمويلية ، وفي هذا الإطار يفضل المعيار استخدام الطريقة المباشرة للتقرير عن التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ، إذ تقدم هذه الطريقة معلومات قد تفيد في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية و التي قد لا تكون متوفرة في ظل الطريقة غير المباشرة ، و يتم الحصول على المعلومات المتعلقة بإجمالي المبالغ المحصلة والمدفوعة للبنود الرئيسية في ظل الطريقة المباشرة بإحدى طريقتين :

- ١ من الدفاتر المحاسبية للمشروع .
 - ٢ من تعديل بنود المبيعات وتكلفة البضاعة المباعة (الفوائد وما شابهها من بنود الدخل ومصروف الفوائد وما يماثلها من بنود المصروفات الرئيسية بالمنشآت المالية) وكذلك باقي بنود قائمة الدخل بما يلي :
 - ١ التغير في المخزون والمدينون والدائنون خلال الفترة من العمليات التشغيلية .
 - ٢ البنود غير النقدية الأخرى، كاستهلاك الموجودات الثابتة، المخصصات، الضرائب المؤجلة، مكاسب وخسائر تحويل العملة غير المحققة، والأرباح غير الموزعة من شركات زميلة أو حقوق الأقلية .
 - ٣ البنود الأخرى التي تعتبر أثارها النقدية ضمن الأنشطة الاستثمارية أو التمويلية .
- أما في ظل الطريقة غير المباشرة ، يتم حساب صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية عن طريق تعديل صافي الربح أو الخسارة بالتغيير في المخزون والمدينين والدائنين خلال الفترة ، وكذلك البنود غير النقدية كاستهلاك الموجودات الثابتة ، المخصصات ، الضرائب المؤجلة ، مكاسب و خسائر تحويل العملة غير المحققة ، والأرباح غير الموزعة من شركات

زميلة أو حقوق الأقلية ، بالإضافة إلى بقية البنود التي تعتبر أثارها النقدية خاصة بالأنشطة الاستثمارية أو التمويلية .

و كطريقة بديلة فإنه يمكن إظهار صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية في ظل الطريقة غير المباشرة عن طريق عرض الإيرادات والمصروفات الظاهرة بقائمة الدخل وكذلك التغيرات في بنود المخزون والبنود التشغيلية من حسابات المدينين والدائنين . وقد عبرت لجنة معايير المحاسبة الدولية عن تفضيلها للطريقة المباشرة عند عرض صافي التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل مع الملاحظة أن الفوائد و التوزيعات المحصلة يمكن أن تصنف كتدفقات نقدية من الاستثمار وليس من التشغيل لأنها تعتبر عائد على الاستثمار ، حيث أتاح المعيار المحاسبي الدولي السابع الخيار للمنشآت لإظهار هذا البند ، كما أتاح تصنيف الفوائد المدفوعة ضمن أنشطة التمويل أو التشغيل ، حيث أرجع ذلك إلى أن هذه الفوائد تم تحملها من أجل الحصول على التمويل .

ورغم تفضيل لجنة معايير المحاسبة الدولية الطريقة المباشرة في عرض التدفقات النقدية التشغيلية إلا أن الطريقة غير المباشرة هي الطريقة الأكثر انتشاراً لأنها الأبسط في الإعداد ، ويعود تشجيع لجنة معايير المحاسبة الدولية لاستخدام الطريقة المباشرة إلى أنها تقدم معلومات قد تكون مفيدة في التقييم أو التخطيط المستقبلي للتدفقات النقدية وهذه الفائدة لا تتحقق عند استخدام الطريقة غير المباشرة كبديل لها .

وقد طالب المعيار المحاسبي الدولي السابع المنشآت بالتقرير في جزء منفصل في القائمة عن إجمالي البنود الرئيسية للمقبوضات والمدفوعات الناتجة عن الأنشطة الاستثمارية والتمويلية ، وذلك فيما عدا البنود التي يتم التقرير فيها على أساس صافي التدفقات النقدية ، حيث يتم التقرير عن التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية والاستثمارية على أساس صافي تلك التدفقات في حال كانت المتحصلات والمدفوعات النقدية تتم لحساب العملاء وكانت تلك التدفقات خاصة بأنشطة العميل وليس بأنشطة المنشأة ، مثل قبول و سداد الودائع تحت الطلب بالنسبة للمصرف ، أو الأموال التي يحتفظ بها لصالح العملاء في منشأة استثمارية ، أو في حال الإيجارات المحصلة نيابة عن أصحاب العقارات والمسدد لهم .

كما يمكن اعتماد أساس صافي التدفقات النقدية في التقرير عن المتحصلات والمدفوعات الخاصة ببنود تتسم بالسرعة في معدل دورانها وكبر حجم مبالغها وقصر تواريخ استحقاقها ، مثل : المبالغ الأصلية المتعلقة ببطاقات الائتمان للعملاء وشراء وبيع الاستثمارات والاقتراض قصير الأجل مثل القروض التي يكون لها فترة استحقاق ثلاثة أشهر على الأقل .

وفي حال المنشآت المالية يمكن عرض التدفقات النقدية بالصافي في حالة المقبوضات والمدفوعات النقدية بالنسبة لقبول الودائع و إعادة دفعها والتي يكون لها تاريخ استحقاق محدد ، وعند إيداع الودائع وسحبها من المنشآت المالية الأخرى وفي حالة السلف النقدية والقروض المقدمة من العملاء و إعادة تسديدها .

وفي سياق معالجة المعيار المحاسبي الدولي السابع لبنود النقدية أوصى بضرورة تسجيل التدفقات النقدية الناتجة عن عمليات بعملات أجنبية بالعملة المستخدمة في إعداد التقارير المالية للمنشأة وباستخدام سعر الصرف الجاري بين تلك العملة والعملة الأجنبية في تاريخ التدفق النقدي ، كما يتم ترجمة التدفقات النقدية للشركة التابعة الأجنبية ، باستخدام أسعار

الصرف السائدة بين العملات الأجنبية وعملة إعداد التقارير المالية ، وذلك في تواريخ حدوث تلك التدفقات النقدية .

وقد أوصى المعيار الدولي السابع بضرورة التقرير عن التدفقات النقدية بالعملات الأجنبية بطريقة صرف تتناسب مع ما جاء بالمعيار المحاسبي الدولي الحادي والعشرون ((آثار التغيرات في أسعار العملات الأجنبية)) ، حيث يتم استخدام سعر صرف تقريبي لسعر الصرف الفعلي ، وعلى سبيل المثال يمكن استخدام المتوسط المرجح لسعر الصرف خلال فترة معينة لإثبات العمليات بعملة أجنبية وكذلك لترجمة التدفقات النقدية للشركة التابعة الأجنبية ، ورغم ذلك فإن المعيار المحاسبي الدولي الحادي والعشرون لا يجيز استخدام سعر الصرف الجاري في تاريخ قائمة المركز المالي لترجمة التدفقات النقدية للشركة التابعة الأجنبية .

ولا يعتبر المعيار المحاسبي الدولي السابع المكاسب أو الخسائر غير المحققة الناتجة عن التغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية من قبيل التدفقات النقدية. ورغم ذلك فإن أثر التغير في أسعار الصرف على النقدية وما يعادلها والتي يتم الاحتفاظ بها (أو تستحق) بعملات أجنبية يجب إظهارها بقائمة التدفقات النقدية ، وذلك بهدف تسوية أرقام النقدية وما يعادلها في بداية ونهاية المدة .

ويجب التقرير عن ذلك في موضع منفصل عن التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية ، ويشمل هذا المقدار على الفروق - إن وجدت - بافتراض أنه تم التقرير عن تلك التدفقات باستخدام سعر صرف السائد في نهاية الفترة المالية . ويتم عادة إظهار مكاسب وخسائر الصرف غير النقدية المثبتة في قائمة الدخل كبند مستقل عند تسوية صافي الدخل والأنشطة التشغيلية ¹ .

وقد أوصى المعيار المحاسبي الدولي السابع بمعالجة البنود الاستثنائية والإفصاح عن التدفقات النقدية المتعلقة بها بشكل منفصل و مبوب حسب الأنشطة الناتجة عنها إلى تشغيلية أو استثمارية أو تمويلية بقائمة التدفقات النقدية وذلك لمساعدة مستخدمي القائمة في فهم طبيعة هذه التدفقات وتأثيرها على التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية للمنشأة . ويكون هذا الإفصاح إضافة للإفصاح عن البنود الاستثنائية من حيث طبيعتها ومقاديرها كما هو وارد في المعيار المحاسبي الدولي الثامن (صافي الربح أو الخسارة للفترة ، الأخطاء الجوهرية و التغيرات المحاسبية) .

كما أوجب المعيار المحاسبي الدولي السابع بالإفصاح عن الفوائد وتوزيعات الأرباح المحصلة و تبويبها وفقاً للأنشطة التشغيلية أو الاستثمارية أو التمويلية ، حيث يتم الإفصاح عن إجمالي الفوائد خلال العام بقائمة التدفقات النقدية بغض النظر عن معالجتها محاسبياً كمصروف بقائمة الدخل أو رسملتها طبقاً للمعالجة البديلة الواردة بالمعيار المحاسبي الدولي الثالث والعشرون (تكاليف الاقتراض) .

وبالرغم من أنه عادة ما تقوم المؤسسات المالية بتبويب الفوائد المدفوعة و الفوائد و أرباح الأسهم المحصلة ضمن التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية لكونها تدخل في عملية تحديد صافي الربح أو الخسارة الخاصة بالمشروع فإنه مع ذلك لا يوجد إجماع على كيفية تبويب مثل هذه التدفقات النقدية بالمنشآت ، حيث يمكن اعتبار الفوائد المدفوعة متعلقة

¹ - حماد ، طارق عبد العال : "موسوعة معايير المحاسبة" . الجزء الأول . عرض القوائم المالية . الدار الجامعية ، الإسكندرية 2006 . ص : 529 .

بالأنشطة التمويلية لكونها تكاليف خاصة بالحصول على الأموال ، ويمكن اعتبار الفوائد و التوزيعات المحصلة ضمن بنود التدفقات النقدية للأنشطة الاستثمارية باعتبارها تمثل عوائد على الاستثمارات ، كما يجوز تبويب أرباح الأسهم النقدية المدفوعة ضمن التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة التمويلية لكونها تمثل تكلفة الحصول على مصادر التمويل ، وكطريقة بديلة يجوز تبويب تلك التوزيعات ضمن التدفقات النقدية الناتجة من الأنشطة التشغيلية وذلك بهدف مساعدة مستخدمي البيانات المالية على قياس قدرة المنشأة على دفع توزيعات نقدية من التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية .

كما يجب الإفصاح بشكل منفصل عن التدفقات النقدية الناتجة عن ضرائب الدخل كما يتعين تصنيف تلك التدفقات كتدفقات من الأنشطة التشغيلية فيما عدا الحالات التي ترتبط بشكل خاص بالأنشطة التمويلية والاستثمارية ، وتنتج ضرائب الدخل عن مجموعة من العمليات التي يترتب عليها تدفقات نقدية تبوب كتدفقات نقدية استثمارية أو تشغيلية أو تمويلية ضمن قائمة التدفقات النقدية ، وبالرغم من أنه من السهل حساب مصروف الضرائب المتعلقة بالأنشطة الاستثمارية والتمويلية ، إلا أن التدفقات النقدية الضريبية المرتبطة بتلك العمليات قد لا يسهل عادة تحديدها أو تتبعها ، كما أنها قد تحدث في فترة مالية مختلفة عن الفترة التي حدثت فيها العمليات المسببة لها ، لذلك فإنه عادة ما يتم تبويب الضرائب المدفوعة ضمن التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية .

وبالرغم من ذلك فإنه إذا أمكن بطريقة عملية تحديد وتخصيص تدفقات نقدية ضريبية لعمليات معينة نتج عنها تدفقات نقدية تم تصنيفها كتدفقات استثمارية أو تمويلية فإن التدفقات النقدية الضريبية يجب أن تبوب بنفس الكيفية وحسب طبيعة تلك العمليات ، وفي حالة توزيع الضرائب النقدية على أكثر من نشاط فإنه يجب الإفصاح عن إجمالي الضرائب المدفوعة .

وقد عالج المعيار المحاسبي الدولي حالة الاستثمار في الشركات التابعة والزميلة والمشاركة حيث أنه في حالة استخدام طريقة حقوق الملكية أو التكلفة للمحاسبة عن الاستثمار في شركات تابعة أو زميلة ، فإنه يجب على المستثمر أن يقتصر عند التقرير بقائمة التدفقات النقدية على التدفقات النقدية التي تحدث بينه وبين الشركة المستثمرة فيها ، ومن أمثلة ذلك أرباح الأسهم النقدية والدفعات المقدمة ، أما إذا كانت المنشأة تستخدم في الإفصاح عن حصتها في مشروع مشترك طريقة البيانات الموحدة المتناسبة فإن عليها أن تفصح بقائمة التدفقات النقدية الموحدة عن نصيبها في التدفقات النقدية الخاصة بالمشروع ، وإذا كانت المنشأة تستخدم طريقة حقوق الملكية للمحاسبة عن حصتها في مشروع مشترك فإنه يجب عليها أن تفصح بقائمة التدفقات النقدية عن تلك التدفقات النقدية الناشئة بسبب الاستثمار في المشروع المشترك ، وكذلك التوزيعات أو أية مدفوعات أو متحصلات تتم بينها وبين المشروع المشترك .

ويوصي المعيار في حالة شراء شركات تابعة أو وحدات أخرى أو التخلص منها بإظهار مجموع التدفقات النقدية الناتجة عن الشراء أو التخلص من تلك الشركات كبند مستقل مع تبويبه ضمن التدفقات النقدية المتعلقة بالأنشطة الاستثمارية ، وفي حال تم الشراء خلال الفترة المالية يجب أن تفصح المنشأة عن القيمة الإجمالية لعملية الشراء

والبيع والجزء المدفوع بالنقد أو ما يعادله من قيمة عملية البيع والشراء ومبلغ النقدية وما في حكمها في الشركات التابعة أو وحدة الأعمال التي تم شراءها أو بيعها ، ومبلغ الأصول والخصوم بخلاف النقدية وما في حكمها في الشركة التابعة أو منشآت الأعمال الأخرى التي تم شراءها أو بيعها ، ومبوبة حسب كل مجموعة رئيسية .

ويفيد الإفصاح عن الأثر النقدي لشراء أو التخلص من الشركات التابعة في بند مستقل والإفصاح في جزء خاص عن مقادير الموجودات والمطلوبات التي تم شرائها أو التخلص منها في التميز بين التدفقات التشغيلية والاستثمارية والتمويلية ، ويجب استبعاد آثار التدفقات النقدية الناتجة عن التخلص من تلك الاستثمارات من التدفقات التي نتجت عن حيازتها ، بالإضافة إلى أنه يتم الإفصاح عن مجموع المبالغ المدفوعة أو المحصلة لشراء أو التخلص من إحدى الشركات التابعة أو وحدات الأعمال الأخرى وذلك بعد خصم أية مبالغ نقدية أو نقدية معادلة تم الحصول عليها أو دفعها .

وقد انتقل المعيار المحاسبي الدولي السابع بعد ذلك لمعالجة العمليات غير النقدية المتعلقة بأنشطة الاستثمار والتمويل حيث نص على استبعادها من قائمة التدفقات النقدية والإفصاح عن مثل هذه العمليات في مكان آخر في القوائم المالية أو مرافقاتها كإيضاحات (foot notes) وبشكل يوفر كل المعلومات المتعلقة بهذه الأنشطة .

بالإضافة إلى ذلك فإن العمليات الاستثمارية والتمويلية التي لا تؤثر بطريقة مباشرة على التدفقات النقدية للفترة الحالية ، بالرغم من تأثيرها على هيكل الأموال والموجودات بالمشروع يجب استبعادها من قائمة التدفقات النقدية وقد ساق المعيار المحاسبي الدولي السابع مجموعة من الأمثلة عن تلك العمليات غير النقدية أهمها :

أ- الاستحواذ على الأصول من خلال التأجير التمويلي .

ب- تحويل الديون إلى حقوق الملكية (مثل تحويل السندات إلى أسهم عادية) .

ج- تغيير أصول أو التزامات غير نقدية بأصول أو التزامات غير نقدية أخرى .

د- إصدار أسهم مقابل الحصول على أصول .

وفي سياق مطالبة المعيار الدولي السابع بالإفصاح عن مكونات النقدية والنقدية المعادلة طالب المنشآت بضرورة أن تفصح في بيان تدفقاتها النقدية عن مكونات النقدية وما في حكمها وعرض تسوية للمقادير الظاهرة ببيان التدفقات النقدية مع البنود المناظرة لها بالميزانية العمومية ، وبنتيجة التنوع والتعدد في عمليات إدارة وحفظ العمليات النقدية والترتيبات البنكية في مختلف أنحاء العالم ولضرورة تحقيق التناسق مع أحكام المعيار المحاسبي الدولي الأول (عرض البيانات المالية) فإنه يجب على المنشأة أن تفصح عن السياسة المتبعة في تحديد مكونات النقد وأشباه النقد وعن أية تغييرات قد تحصل في السياسة المتبعة في تحديد مكونات النقد وما في حكمها ، مثل تغيير تبويب أحد الأدوات المالية من كونه جزء من الاستثمارات إلى اعتباره جزء من أشباه النقد وذلك طبقاً للمعيار المحاسبي الدولي الثامن "صافي الربح أو الخسارة للفترة والأخطاء الجوهرية والتغيرات في السياسات المحاسبية " .

وقد طالب المعيار المحاسبي الدولي السابع المنشآت بمجموعة من الإيضاحات والافصاحات كالمبالغ والأرصدة النقدية وأشباهها التي تحتفظ بها المنشأة وتكون غير متاحة للاستخدام بواسطة المجموعة مثل الأرصدة النقدية وأشباه النقدية في إحدى الشركات التابعة الكائنة

بإحدى الدول التي تفرض قيود قانونية على استخدام هذه النقدية للأغراض العامة بواسطة المركز الرئيسي أو إحدى الشركات التابعة الأخرى .

بالإضافة لذلك ، فقد شجع المعيار على الإفصاح عن بعض المعلومات الإضافية مدعمة بإيضاحات من الإدارة ، وذلك في سبيل توفير نظرة صائبة للمستخدمين لفهم الموقف المالي و السيولة للمنشأة ، مثل التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل المصارف وإمكانية استخدامها مستقبلاً في الأغراض التشغيلية أو لسدادها في التزامات رأسمالية وتوضيح فيما إذا كانت هناك أية قيود على استخدامها إن وجدت .

وفي حالة الاستثمار في مشروعات مشتركة فإن إجمالي التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل يتم عرضها باستخدام طريقة التوحيد التناسبي ، كما يتم إظهار المبلغ الإجمالي للتدفقات النقدية الراجعة إلى الزيادة في الطاقة التشغيلية بشكل منفصل عن تلك التدفقات اللازمة للحفاظ على الطاقة التشغيلية.

كما أوصى المعيار إلى ضرورة توفير بيانات عن التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية من خلال القطاعات الجغرافية والصناعية.

ويرى المعيار المحاسبي الدولي السابع أن الإفصاح بشكل منفصل عن التدفقات النقدية التي تمثل زيادة في الطاقة التشغيلية جنباً إلى جنب مع التدفقات النقدية الضرورية للمحافظة على الطاقة التشغيلية مفيداً لمستخدمي قائمة التدفقات النقدية في تحديد مدى استثمار المنشأة لمبالغ كافية للمحافظة على الطاقة التشغيلية الحالية في سبيل تحقيق أرباح مستقبلية أو تكتفي بتحقيق سيولة نقدية آنية وتوزيعات أرباح على الملاك .

ويتم إعداد قائمة التدفقات النقدية بطريقتين هما الطريقة المباشرة والطريقة غير المباشرة ، ويمكن تمثيل الطريقة المباشرة في إعداد القائمة من خلال الجدول رقم (3) والمستند إلى الملحق المرفق بالمعيار الدولي السابع وفق مايلي :

جدول رقم (3) قائمة التدفقات النقدية وفق الطريقة المباشرة

البيان	القيمة
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	
متحصلات نقدية من العملاء	XX
مدفوعات نقدية للموردين والعاملين	(XX)
النقدية الناتجة من العمليات	XX
فوائد مدفوعة	(XX)
ضرائب دخل مدفوعة	(XX)
التدفقات النقدية قبل البنود الاستثنائية	XX
متحصلات من عمليات استثنائية	XX
مدفوعات على عمليات استثنائية	(XX)
صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	XX
التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية	
مدفوعات للحصول على الشركة التابعة بعد خصم النقدية التي تم الحصول عليها	(XX)
مدفوعات لشراء موجودات ثابتة	(XX)
متحصلات من بيع معدات	XX
فوائد محصلة	XX
توزيعات أرباح نقدية مستلمة	XX
صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية	XX
التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية	
متحصلات من إصدار أسهم رأس المال	XX
متحصلات من قروض طويلة الأجل	XX
مدفوعات عن موجودات مستأجرة بعقود تمويلية	(XX)
توزيعات أرباح نقدية مدفوعة للمساهمين *	(XX)
صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية	XX
صافي الزيادة في النقدية والنقدية المعادلة	XX
النقدية والنقدية المعادلة في بداية الفترة	XX
النقدية والنقدية المعادلة في نهاية الفترة	XX

ملاحظة (1) : * يمكن عرض هذا البند ضمن الأنشطة التشغيلية .
 ملاحظة (2) : يمكن التعديل في بنود القائمة حسب المعطيات الموجودة في قائمة الدخل والميزانية العمومية وطبيعة أنشطة المنشأة .

ويمثل الجدول التالي نموذجاً لقائمة التدفقات النقدية والمعدة وفقاً للطريقة غير المباشرة والمستند إلى الملحق المرفق بالمعيار الدولي السابع :

جدول رقم (4) قائمة التدفقات النقدية وفق الطريقة غير المباشرة

البيان	القيمة
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	
صافي الربح قبل الضرائب والبنود الاستثنائية يعدل بما يلي:	XX
مصروف الاستهلاك	XX
خسائر تغير أسعار صرف العملات الأجنبية	XX
إيرادات استثمارية	(XX)
مصروف الفوائد	XX
الزيادة في المدينين والمستحقات الأخرى	(XX)
النقص في المخزون	XX
النقص في الدائنين التجاريين	(XX)
الفوائد المدفوعة	(XX)
الضرائب المدفوعة	(XX)
التدفقات النقدية قبل البنود الاستثنائية	XX
متحصلات من عمليات استثنائية	XX
مدفوعات على عمليات استثنائية	(XX)
صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	XX
التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية	
مدفوعات للحصول على الشركة التابعة بعد خصم النقدية التي تم الحصول عليها	(XX)
مدفوعات لشراء موجودات ثابتة	(XX)
متحصلات من بيع معدات	XX
فوائد محصلة	XX
توزيعات أرباح نقدية مستلمة	XX
صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية	XX
التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية	
متحصلات من إصدار أسهم رأس المال	XX
متحصلات من قروض طويلة الأجل	XX
مدفوعات عن موجودات مستأجرة بعقود تمويلية	(XX)
توزيعات أرباح نقدية مدفوعة للمساهمين *	(XX)

XX	صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية
XX	صافي الزيادة في النقدية والنقدية المعادلة
XX	النقدية والنقدية المعادلة في بداية الفترة
XX	النقدية والنقدية المعادلة في نهاية الفترة

ملاحظة (1) : * يمكن عرض هذا البند ضمن الأنشطة التشغيلية .

ملاحظة (2) : يمكن التعديل في بنود القائمة حسب المعطيات الموجودة في قائمة الدخل و الميزانية العمومية وطبيعة أنشطة المنشأة .

من العرض السابق نجد أن إصدار مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) للمعيار المحاسبي الدولي السابع الخاص بالعرض والافصاح عن التدفقات النقدية ومكوناتها جاء تلبية لاحتياجات المجتمع المالي لفهم وتحليل السيولة والمرونة المالية لدى المنشآت ودورها الإعلامي في فهم الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية ، وأجراء التقييم المناسب لها وتوجيه الأداء واتخاذ القرارات المختلفة ، وبالرغم من التحفظ على بعض النقاط المتعلقة بإعداد وعرض البنود في قائمة التدفقات النقدية وإمكانية إحتواء الأنشطة التشغيلية على عناصر قد لا تتصف بال تكرار في حدوثها ، إلا أنه لا يمكن إنكار الدور الهام الذي تلعبه القائمة عند إجراء تحليل وتقييم شامل للمنشأة وفهم العمليات النقدية الحاصلة.

ولم يكن المُشرع السوري بعيداً عن التطورات الحاصلة في مجال المعايير المحاسبية الدولية والتشريعات النازمة لها ، فقد تم إصدار المرسوم 490 لعام 2007 (النظام المحاسبي الأساسي ودليل الحسابات) الذي أوصى في المادة / 8 / على اعتماد المعايير المحاسبية الدولية في إعداد الحسابات والقوائم المالية الختامية ومن بينها المعيار المحاسبي الدولي السابع الخاص بعرض قائمة التدفقات النقدية .

ب - المرسوم 490 لعام 2007 (النظام المحاسبي الأساسي ودليل الحسابات) :

صدر المرسوم رقم 490 لعام 2007 المتعلق بالنظام المحاسبي الأساسي ودليل الحسابات بناء على أحكام القانون المالي الأساسي الصادر بالمرسوم التشريعي رقم 54 لعام 2006 مبوباً وفق أبواب ومواد يتألف منها المرسوم.

وقد أوصى المرسوم 490 في المادة /1/ بتطبيق النظام المحاسبي المرفق على المؤسسات والشركات والمنشآت العامة الخاضعة لأحكام القانون رقم 2 لعام 2005 باستثناء المصارف العامة والمؤسسة العامة السورية للتأمين والمؤسسة العامة للتأمين والمعاشات والمؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية.

كما أوصى في المادة /7/ بأن تعد كل من الجهات المشمولة بأحكام هذا النظام القوائم المالية المذكورة في هذا النظام في موعد أقصاه نهاية الشهر الثالث الذي يلي نهاية الدورة المالية وتعتمد بصورة مبدئية من قبل مجلس الإدارة أو اللجنة الإدارية حسب الحال قبل إرسالها إلى الجهات المختصة .

ويؤكد المرسوم في المادة /8/ على أن تجري التسويات المحاسبية قبل إعداد الحسابات والقوائم المالية الختامية وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية وبما لا يتعارض مع القوانين والأنظمة النافذة. ويبدأ العمل بهذا المرسوم اعتباراً من تاريخ 2009/1/1.

وقد أوصى المرسوم في بابه الثالث بعنوان " الحسابات والقوائم المالية لدى الجهات والمؤسسات المشرفة " بضرورة أن تلتزم الجهات العامة في نهاية الفترة المالية بإعداد القوائم المالية ، وذلك بعد مراعاة تطبيق ما تقتضي به أحكام النظام المحاسبي الأساسي والمعايير المحاسبية وبضرورة التزام الجهات العامة بإرفاق الإيضاحات المتممة للقوائم المالية متضمنة كافة البيانات التي أوجبت المعايير المحاسبية الإفصاح عنها ، وتعتبر هذه الإيضاحات جزءاً لا يتجزأ من القوائم.

وقد صدر هذا المرسوم ليُلغى بموجبه العمل بالمرسوم التنظيمي رقم 287 لعام 1978.

ويظهر الجدول رقم (5) مقارنة بين القوائم المالية التي كانت معتمدة في المرسوم 287

عام 1978 وبين القوائم التي حلت مكانها بموجب المرسوم 490 لعام 2007:

جدول رقم (5) مقارنة بين المرسوم 490 لعام 2007 والمرسوم 287 لعام 1978

المرسوم 490 لعام 2007	المرسوم 287 لعام 1978 ¹
1- أصبحت القوائم وفق هذا المرسوم:	1- كانت القوائم وفق هذا المرسوم :
أ- قائمة التشغيل والإنتاج.	أ- قائمة دخل وإنفاق المؤسسة العامة.
ب- قائمة الدخل.	ب- قائمة الاستثمارات.
ج- قائمة توزيعات الأرباح.	ج- الميزانية الختامية.
د- قائمة التغير في حقوق الملكية.	د- الموازنة النقدية.
هـ- قائمة المركز المالي.	هـ- قائمة العمليات الجارية.
و- قائمة التدفقات النقدية.	و- قائمة الموارد والاستخدامات الرأسمالية.
	ز- قائمة الإنتاج والدخل.

¹ - المرسوم 490 لعام 2007 .

² - "الجريدة الرسمية للجمهورية العربية السورية " الجزء الأول ، العدد 6 لسنة 1978 . ص : 399.

كما يظهر الجدول التالي البنود التي أضافها أو ألغاهها المرسوم رقم 490 على المرسوم رقم 287 :

أضاف	ألغى
1- العمل بالقانون المالي الأساسي الصادر بالمرسوم التشريعي رقم 54 لعام 2006. 2- إعداد القوائم المالية وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية. 3- إلزام الجهات العامة التي تصدر القوائم المالية بإرفاقها بالإيضاحات المتممة لتلك القوائم وفق ما أوجبه المعايير المحاسبية الدولية من إفصاحات واعتبار تلك الإيضاحات جزء لا يتجزأ من تلك القوائم. 4- إلزام الشركات بأن تعد بالإضافة للقوائم المالية السابقة القوائم المالية المجمعة للشركات التابعة. 5- أضاف قائمة التدفقات النقدية كقائمة إلزامية على الشركات موضحاً التعاريف الأساسية فيها وطرق إعدادها وفقاً للمعيار المحاسبي الدولي السابع.	1- العمل بأحكام القانون المالي الأساسي الصادر بالمرسوم التشريعي رقم 92 لعام 1967.

ويمثل الجدول رقم (6) عرضاً لمحتويات قائمة التدفقات النقدية وفق المرسوم 490 لعام 2007:

البيان	القيمة
التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل	
صافي الربح قبل الضريبة أو صافي الخسارة (قائمة الدخل)	XX
يضاف :	
أقساط الاستهلاك	XX
المخصصات	XX
مصروفات مستحقة وغير مدفوعة	XX
إيرادات مقبوضة مقدماً	XX
النقص في الأصول المتداولة	XX
الزيادة في الخصوم المتداولة	XX
خسائر بيع أصول طويلة الأجل	XX
يطرح :	
مصروفات مدفوعة مقدماً	XX
إيرادات مستحقة وغير مقبوضة	XX
الزيادة في الأصول المتداولة	XX
النقص في الخصوم المتداولة	XX
أرباح بيع أصول طويلة الأجل	XX
الضرائب والظهورات الضريبية المدفوعة	XX
صافي التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل (1)	XX
التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار	
يضاف :	
النقص في الأصول طويلة الأجل	XX
أرباح بيع أصول طويلة الأجل	XX
يطرح :	
الزيادة في الأصول طويلة الأجل	XX
خسائر بيع أصول طويلة الأجل	XX
صافي التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار (2)	XX
التدفقات النقدية من أنشطة التمويل	
يضاف :	
الزيادة في رأس المال	XX
الزيادة في الالتزامات طويلة الأجل	XX
يطرح :	
تخفيض رأس المال نقداً	XX
النقص في الالتزامات طويلة الأجل	XX
توزيعات الأرباح المدفوعة	XX
صافي التدفقات النقدية من أنشطة التمويل (3)	XX
صافي الزيادة في النقدية (3+2+1)	XX
النقدية ومعادل النقدية في 1/1	XX
النقدية ومعادل النقدية في 12/31	XX

من خلال استعراض المعيار المحاسبي الدولي السابع والمرسوم التشريعي رقم 490 لعام 2007 يرى الباحث بأنه لا يوجد تعارض بين المعيار المحاسبي الدولي السابع والمرسوم التشريعي رقم 490 ، حيث أن المرسوم التشريعي رقم 490 قد أوصى باعتماد المعايير المحاسبية الدولية في إعداد القوائم المالية ، وقد جاء المعيار المحاسبي الدولي السابع تلبية لمطالبات المجتمع المالي بضرورة وجود معايير ملزمة للمنشآت بإعطاء صورة واضحة عن وضعها النقدي من خلال إعداد قائمة التدفقات النقدية وما يرافقها من إيضاحات وإفصاحات ملحقة بالقائمة وقد لحقت سورية بركب الدول التي فرضت إعداد قائمة التدفقات النقدية على الشركات والمنشآت الراغبة في دخول سوق الأوراق المالية السورية وذلك وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية بما يتيح للمستثمرين من رؤية أوضح عند تقييمهم لخياراتهم الاستثمارية وتمكينهم من قياس قدرة المنشأة على خلق النقدية اللازمة ، كما تعتبر تلك البيانات مفيدة للدائنين والبنوك من خلال تقييمها للجهات التي تطلب الائتمان.

بالإضافة إلى استفادة المنشآت ذاتها عند استخدامها لتلك المعلومات في إجراء تقييم ذاتي لوضعها النقدي وسيولتها النقدية.

ويرى الباحث أن مصطلح (ما في حكم النقدية) ما يزال محل جدل في اعتماده حيث يطالب المعيار المحاسبي الدولي السابع بإظهار التغيرات في النقدية وما في حكمها في حين أن العديد من الدول قد اختلفت حول هذه النقطة ، ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً أتاحت المعايير الأمريكية للمنشآت حرية الاختيار من إظهار التغيرات في النقدية فقط أو التغيرات وما في حكمها ، بينما ألزمت المعايير البريطانية بإظهار التغيرات في النقدية فقط ، أي هناك استبعاد لما هو في حكم النقدية.¹

ويعود ذلك الخلاف برأي الباحث إلى كون تعريف ما في حكم النقدية تعريف عام وهناك اختلاف حول العناصر التي تدخل في بند ما في حكم النقدية ووجود حالات خاصة لها ، بحيث يكون العنصر ذاته يدخل في نطاق العناصر التي تعد بما في حكم النقدية ويكون في حالات أخرى ليس بما في حكم النقدية.

وقد اتفق التشريع السوري مع المعيار المحاسبي الدولي السابع في معالجة العناصر التي تدخل في نطاق ما في حكم النقدية ، حيث أوصى المرسوم 490 بوجوب إظهار التغيرات في النقدية وما في حكمها عند إعداد قائمة التدفقات النقدية.

وفي سياق عرض المعيار المحاسبي السابع لدور المعلومات التاريخية للتدفقات النقدية في التنبؤ بالتدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية يرى الباحث أن الأخذ برقم التدفقات النقدية التشغيلية التاريخية فقط قد يؤدي إلى الكثير من التضليل خاصة في المنشآت التي لا تقوم بتحليل عناصر القائمة أو تأخذ بالتدفقات النقدية الحرة لأن التدفقات النقدية التشغيلية قد تحتوي على عناصر لا تتصف بال تكرار مثل ربح دعوة قضائية والحصول على عوائد نقدية . كما يرى الباحث أن إجازة تبويب الفوائد المدفوعة ضمن التدفقات النقدية التمويلية والفوائد وتوزيعات الأرباح المحصلة ضمن التدفقات الاستثمارية أو تبويبها ضمن التدفقات النقدية التشغيلية يعتبر عائق أمام إجراء مقارنات بين قوائم التدفقات النقدية للمنشآت ، ومن هنا يرى الباحث أنه كان من الأفضل وضع معيار ثابت لعملية التبويب تلك العناصر في سبيل

¹ - حماد ، طارق عبد العال : "موسوعة معايير المحاسبة" . الجزء الأول . عرض القوائم المالية . الدار الجامعية ، الإسكندرية 2006 . ص : 510 .

توحيد شكل قائمة التدفقات لأغراض إجراء المقارنات اللازمة في عملية التقييم ، كما أن اختلاف المنشآت في عرض تدفقاتها النقدية باستخدام الطريقتين المباشرة وغير المباشرة يؤدي لصعوبات جمة في إجراء المقارنات نتيجة اختلاف شكل القوائم. وانطلاقاً من ذلك يجد الباحث ضرورة عرض استخدامات تلك القائمة ، إضافة لمزايا وعيوب الطرق المحاسبية النازمة لعملية إعداد قائمة التدفقات النقدية.

3- استخدامات قائمة التدفقات النقدية :

توفر قائمة التدفقات النقدية معلومات هامة عن الهيكل المالي للمنشأة (شاملة السيولة والقدرة على السداد) ، كما توفر معلومات إضافية عن الأصول والخصوم وحقوق الملكية الخاصة بالمنشأة ، بالإضافة إلى أنها تعمل كمؤشر يستخدم في تقدير حجم التدفقات النقدية المستقبلية وكذلك تقييم دقة التخطيط في الفترات السابقة للتدفقات النقدية المستقبلية¹. وتساعد قائمة التدفقات النقدية المستثمرين والدائنين وبقية الجهات في تحديد قدرة المنشآت على توليد تدفقات نقدية ايجابية صافية وقدرتها على مواجهة التزاماتها الجارية وعلى دفع حصص الأرباح للمساهمين ومدى حاجة المنشأة للتمويل الخارجي وفي تقييم جودة ونوعية أرباح المنشأة وفي تقييم السيولة كما تفسر أسباب الاختلاف بين صافي الدخل والمستلمات والمدفوعات النقدية المرافقة ، وتوفر القائمة معلومات عن القرارات المتخذة من قبل الإدارة لا يمكن أن تظهرها القوائم المالية الأخرى².

وتعتبر قائمة التدفقات النقدية صلة الوصل بين قائمتي الدخل وقائمة المركز المالي ، والتي يمكن أن تكشف نقاط القوة والضعف في نشاط المنشأة من خلال المعلومات التي تقدمها حيث يمكن استخدام المعلومات التي تقدمها القائمة في اشتقاق مجموعة من النسب المالية التي يمكن استخدامها لأغراض التحليل المالي ، كنسب مقاييس جودة الربحية ومقاييس جودة السيولة ونسب مقاييس تقييم السياسات المالية للمنشآت والتي يطلق عليها نسب قياس كفاءة الأنشطة ، إضافة لنسب القياس وفقاً لحاجة المستثمرين مثل نسب الربحية النقدية ونسب التصرف بالأرباح ونسب مؤشرات السوق ، ويمكن لإدارات المنشآت اشتقاق نسب خاصة لإجراء تقييم ذاتي لأدائها مثل نسبة أثر الاهتلاك والإطفاء ونسبة التدفقات النقدية من الأصول ونسبة تغطية الدين طويل الأجل.

وتقدم القائمة بشكل عام معلومات عن المتحصلات والمدفوعات النقدية في فترة معينة وتوفير معلومات وفقاً للأساس النقدي عن أنشطة التشغيل وأنشطة الاستثمار وأنشطة التمويل³.

كما تعتبر القائمة مفيدة في الإجابة عن العديد من التسؤلات مثل من أين أتت النقدية؟ وفيما استخدمت؟ وما هو مقدار التغير في النقدية؟ وفي تقييم السيولة وسياسة توزيع الأرباح وفي الإجابة عن أثر القرارات الرئيسية المنطوية على الاستثمار والتمويل ، حيث تستخدم الإدارة والمساهمين هذه القائمة لفهم وتقرير ما إذا كانت هناك حاجة لتمويل قصير الأجل لسداد الخصوم المتداولة ، ولزيادة أو تخفيض توزيعات الأرباح والتخطيط لإحتياجات

¹ - الوابل ، علي الوابل : " المحتوى الإعلامي لقائمة التدفقات النقدية " . الإدارة العامة ، المجلد 36 ، العدد 2 ، السعودية : 1996 . ص: 225 .

² - مطر ، محمد : " الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والإئتماني " . الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر ، الأردن : 2003 . ص: 141 .

³ - حجازي ، محمد عباس : " قوائم التدفقات النقدية الإطار الفكري والتطبيق العملي " . دار نهضة مصر ، القاهرة . مصر : 1998 . ص: 20 .

الاستثمار والتمويل مثل إصدار أسهم رأسمالية أو بيع سندات طويلة الأجل ، وهل يعود بيع الأصول طويلة الأجل لتغطية العجز الحاصل في التدفقات النقدية التشغيلية^١. كما تظهر القائمة مدى كفاية التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية لتمويل جميع الاحتياجات الرأسمالية المخططة داخلياً بدلاً من الاقتراض الخارجي طويل الأجل بإصدار أسهم أو سندات وفي تغطية تكلفة تلك الديون أو الأسهم المصدرة من فوائد وتوزيعات أرباح على حملة الأسهم.

فإذا ما أظهرت القائمة عجزاً في النقدية فإن الإدارة قد تستخدم القائمة لتحديد أسباب حدوث مثل هذا العجز ، وباستخدام قائمة التدفقات النقدية تستطيع الإدارة وضع مؤشرات أو ضوابط عامة حول تخفيض حصص الأرباح الموزعة للاحتفاظ بالنقدية^٢. ويمكن استخدام القائمة في تقييم السيولة واليسر المالي والمرونة المالية وإظهار الكفاءة في الحصول على تدفقات نقدية واستنتاج التدفق النقدي الحر الذي يستخدم في تقييم الأسهم.

4- مزايا وعيوب الطرق المحاسبية في إعداد قائمة التدفقات النقدية:

إن الميزة الأساسية للطريقة المباشرة أنها تظهر المتحصلات والمدفوعات النقدية المرتبطة بأنشطة التشغيل ، أي أنها تفصل العناصر المكونة للنقدية المتحصلة من أنشطة التشغيل بما يساعد المحلل المالي على اشتقاق نسب ومؤشرات مالية أكثر وفرة وملائمة عن النشاط التشغيلي للمنشأة من تلك التي توفرها الطريقة غير المباشرة كما تساعد في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية .

وتتميز المبالغ المحسوبة على أساس هذه الطريقة بموضوعية الاستخراج مما يمكن من التأكد من صحتها بسهولة ودون تحيز أو اجتهاد شخصي^٣.

ومن هنا نتفهم تأيد المعيار المحاسبي الدولي السابع لاستخدام هذه الطريقة في عرض النقدية وهو ما تعتبره مفيداً في تقدير التدفقات النقدية الناتجة والمستخدم في المستقبل. كما أنها تظهر مقدرة المنشأة على توفير نقدية كافية من أنشطة التشغيل من أجل سداد ديونها وإعادة الاستثمار في عملياتها وإجراء توزيعات للأرباح على أصحاب الملكية^٤.

ويؤخذ على الطريقة المباشرة أنها تؤدي إلى تكلفة إضافية إذا ما استخدمت بدلاً من الطريقة غير المباشرة ، لكن يرى المؤيدون للطريقة المباشرة أن التكلفة الإضافية اللازمة لتوفير معلومات عن المتحصلات والمدفوعات النقدية بصورة مباشرة لا تعتبر هامة نسبياً إذا ما قورنت مع الفوائد المتواخاة من إعداد قائمة التدفقات النقدية وفق الطريقة المباشرة^٥. في حين يرى مؤيدو الطريقة غير المباشرة التي تقوم على تعديل صافي الدخل من واقع التدفقات النقدية أنها أقل تكلفة من الطريقة المباشرة ، كما أنها توفر علاقة جيدة ومفيدة بين قائمة التدفقات النقدية وقائمة الدخل وقائمة المركز المالي حيث تركز على الفرق بين صافي الدخل وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية.

^١ - زامل ، أحمد محمد : "المحاسبة الإدارية مع تطبيقات بالحاسب الآلي" من جزأين . معهد الإدارة العامة ، الرياض : 2000 . ص : 810 .

^٢ - أبو المكارم ، وصفي : "دراسات متقدمة في المحاسبة المالية" . الطبعة الثانية ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الاسكندرية : 2004 . ص : 57 .

^٣ - عراقي ، عبد الصمد عراقي : "المحاسبة عن التدفقات النقدية طبقاً للمعايير الأمريكية" . دراسة اختبارية ، الإدارة العامة ، العدد 65 ، السعودية : 1996 .

^٤ - المعايير المحاسبية الدولية لإعداد التقارير المالية 2008. منشورات جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين . عمان ، الأردن : 2008 .

^٥ - حنان ، رضوان حلوه : " النموذج المحاسبي المعاصر من المبادئ إلى المعايير " . الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر ، الأردن : 2003 . ص : 131 .

ويؤخذ على الطريقة غير المباشرة التي تقوم على الناتج الحسابي للتدفقات النقدية التشغيلية ولا تظهر المدفوعات والمتحصلات النقدية المكونة للتدفقات النقدية التشغيلية وبالتالي لا يمكن التعويل عليها كثيراً لأغراض التحليل المالي لأن المحلل المالي بحاجة إلى معلومات تفصيلية أكثر لا توفرها الطريقة غير المباشرة.^١

من خلال العرض السابق يرى الباحث أن: بالرغم من أهمية قائمة التدفقات النقدية ودورها الكبير في الإفصاح عن حركة النقدية في المنشأة من خلال أنشطتها المختلفة إلا أن اعتمادها بالشكل الحالي قد يؤدي إلى تضليل المستثمرين وخاصة قليلي الخبرة منهم ، حيث يمكن للقائمة أن تحوي على عناصر قد لا تتصف بالتكرار والتي غالباً ما يكون رقمها كبير نسبياً ومعظمها من ضمن عناصر الأنشطة التشغيلية للمنشأة مثل حدوث خسائر نتيجة حريق كبير أدى لتلف المخزون أو كسب دعوة قضائية نتيجة استخدام منشأة أخرى للعلامة التجارية الخاصة بتلك المنشأة دون الرجوع إليها ، وهو ما تم التطرق له في مشكلة البحث ، وبالرغم من ذلك فإن تلك الإشكالية لا تلغي الدور الهام الذي تلعبه القائمة عند دراسة القرارات المختلفة سواء عند المستثمرين أو الدائنين أو الإدارة أو أصحاب حقوق الملكية ، وتظهر أهمية القائمة من خلال دراسة البنود الأخرى التي تتصف بتكرر حدوثها وخاصة البنود الواردة ضمن التدفقات النقدية التشغيلية لأنها غالباً ما يتم توجيه الاهتمام نحوها عند دراسة قرار الاستثمار . ويمكن تلافي الإشكالية المتمثلة في إمكانية احتواء القائمة على عناصر لا تتصف بالتكرار برأي الباحث من خلال استبعاد تلك العناصر من القائمة عند دراستها . ويتم عادةً دراسة وتحليل قائمة التدفقات النقدية باستخدام أدوات التحليل المالي المختلفة وهو ما سيتم التطرق له في المبحث التالي .

١ - دهمش ، نعيم : " قائمة التدفقات النقدية من الناحية العملية والعلمية " . معهد الدراسات المصرفية ، عمان ، الأردن : 1996 .

• المبحث الثاني : (تحليل قائمة التدفقات النقدية)

١ - أهمية تحليل قائمة التدفقات النقدية:

يمكن تحليل قائمة التدفقات النقدية مثل باقي القوائم بهدف الكشف عن علاقات هامة ، حيث تعتبر قائمة التدفقات النقدية صلة الوصل بين قائمة الدخل وقائمة المركز المالي من خلال المعلومات الهامة التي تكشفها ، وبالتالي تحديد نقاط القوة والضعف في نشاط المنشأة وتقديم مؤشرات كمية توفر أداة مهمة لتقييم سياسات المنشأة في مجال الاستثمار والتمويل والتشغيل وتوسعاتها المستقبلية.^١

ويعتبر تحليل قائمة التدفقات النقدية بما يقدمه من معلومات تهم الادارة مدخلا للتقييم الذاتي لأدائها في اتخاذ القرارات المستقبلية سواء أكانت تشغيلية أم استثمارية وتحديد التمويل اللازم لذلك ، كما أنها تعتبر مهمة للمستثمرين والدائنين في تقييم أداء المنشأة وأنشطتها المختلفة. وعند تحليل قائمة التدفقات النقدية يتم استخدام كافة أدوات التحليل المالي ، ويعتبر كل منها مكمل للآخر حيث لا يمكن أن يغني أحدها عن الآخر وتعطي بمجملها صورة أوسع عن أنشطة المنشأة.

ويستخدم عادة التحليل الأفقي لعناصر القائمة والذي يظهر التطور النسبي لكل عنصر من سنة لأخرى بمقارنة ذلك العنصر مع ذات العنصر في سنة الأساس.

كما يمكن استخدام المعلومات التي تتضمنها قائمة التدفقات النقدية في اشتقاق مجموعة من النسب المالية التي يتم الاسترشاد بها في تقييم الأوجه المختلفة لنشاط المنشأة واشتقاق نسب تضم عناصر من قائمة التدفقات النقدية وقوائم أخرى مثل قائمة الدخل وقائمة المركز المالي ، حيث تكون تلك المؤشرات أداة مهمة في قياس وتقييم جودة الربحية والسيولة عن طريق ربط بيانات الدخل ببيانات التدفقات النقدية.

بالإضافة لما سبق تستخدم بيانات قائمة التدفقات النقدية في حساب التدفق النقدي الحر من خلال تخفيض صافي الإنفاق الرأسمالي من التدفقات النقدية التشغيلية والذي يشكل مؤشراً مهماً للغاية عن قدرة الشركة في مواجهة جميع التزاماتها وتحقيق خطط التوسع المستقبلية المخططة بكفاءة.

^١ - محمد ، منير شاكر . وإسماعيل إسماعيل . و نور عبد الناصر " التحليل المالي مدخل صناعة القرارات " . مطبعة الطليعة، عمان . الأردن : 2000. ص:147.

٢ - التحليل الأفقي لقائمة التدفقات النقدية (تحليل الاتجاه):

يتم التحليل الأفقي لقائمة التدفقات النقدية من خلال دراسة التغيرات الحاصلة في عناصر قائمة التدفقات النقدية على مدى عدة فترات زمنية ، ويدعى بالتحليل المتحرك. ويستخدم التحليل الأفقي في معرفة اتجاه تطور عناصر قائمة التدفقات النقدية ولذلك يسمى أيضاً بتحليل الاتجاه ويتم حساب اتجاه التطور وفق المعادلة:^١

$$\text{قيمة العنصر في سنة المقارنة} \times 100 \\ \text{قيمة العنصر في سنة الأساس}$$

ونائج هذه المعادلة هو نسبة التغير في كل عنصر بالزيادة أو بالنقصان ولاستخدام هذه الطريقة يجب أن يحدد المحلل المالي سنة الأساس التي يتم وفقها مقارنة عنصر في سنة معينة مع نفس العنصر في سنة الأساس.

ويجب أن يتم اختيار سنة الأساس بعناية كبيرة أثناء دراسة اتجاهات التطور لأن اختيار سنة كانت تمر فيها المنشأة بظروف استثنائية جيدة كانت أم سيئة سيؤدي إلى نتائج مقارنة غير موضوعية.

وبالتالي يجب أن يراعى عند اختيار سنة الأساس الابتعاد عن التحيز الشخصي وأن تتصف سنة الأساس بأنها سنة طبيعية وليست استثنائية سواء ايجابياً أو سلبياً وأن لا تكون سنة الأساس بعيدة زمنياً.

ويمكن استخدام متوسط بيانات عدة سنوات وجعلها تمثل سنة الأساس لتجاوز هذه المشكلة ، وتستخدم هذا التحليل المنشآت الصغيرة غالباً.

وقد أجمع المحللين الماليين وكتاب المحاسبة والتحليل المالي على أن إظهار التغير على شكل نسبة مئوية على مدى عدة فترات زمنية عند استخدام التحليل الأفقي لا يظهر الأهمية النسبية لمختلف العناصر مما يؤدي إلى تركيز اهتمام المحلل المالي بدراسة عناصر قد لا تكون قد تغيرت كأرقام مطلقة بشكل كبير ولكنها تغيرت كنسبة بشكل كبير وإهمال عناصر يكون تغيرها كنسبة صغير ولكن تغيرها كأرقام مطلقة يكون جوهرياً.

وبالتالي يجب عدم إهمال الوزن النسبي لكل عنصر ضمن مجموعته التي ينتمي إليها حتى يصبح هذا التحليل أكثر دلالة.

^١ - فلوح ، صافي . و إسماعيل إسماعيل . ومرعي ، عبد الرحمن . و حمزة ، محي الدين " تحليل القوائم المالية " . مطبعة الروضة ، جامعة دمشق ، دمشق : 2009. ص: 58 .

٣ -تحليل قائمة التدفقات النقدية باستخدام النسب:

يتطلب التحليل الفعال لقائمة التدفقات النقدية فحص واختبار القائمة واستنتاج مؤشرات توفر أداة مهمة لتقييم سياسات المنشأة في مجال الاستثمار والتمويل وأنشطتها التشغيلية من خلال مقارنة المؤشرات المستنتجة للسنة محل الدراسة مع نفس المؤشرات لنفس الشركة عن سنوات سابقة أو مع مؤشرات شركات مشابهة.

وتشكل النسب التي يمكن اشتقاقها من قائمة التدفقات النقدية بما تمثله من صلة الوصل بين قائمة الدخل وقائمة المركز المالي أداة مهمة في قياس وتقييم جودة الربحية والسيولة ومتطلبات التمويل من خلال ربط بيانات الدخل وقائمة المركز المالي ببيانات التدفقات النقدية والتي يمكن أن يبني على أساسها أحكام وقرارات عديدة تهم كل من المستثمرين والمقرضين وحتى إدارة المنشأة من خلال إجراء تقييم ذاتي لسياساتها.

وبالرغم من أن إدارة المنشأة تركز على النسب التي تظهر كفاءة الأنشطة في حين أن المستثمرين والمقرضين يوجهون اهتمامهم إلى النسب التي تظهر كفاية التدفقات النقدية التشغيلية بشكل أكبر ، إلا أنه لا يمكن الفصل بين الجانبين لأن ضعف كفاءة الأنشطة سيؤدي إلى ضعف في كفاية التدفقات النقدية التشغيلية وعدم وجود كفاية في التدفقات النقدية التشغيلية سينعكس سلباً على أنشطة المنشأة.

كما يأتي تحليل قائمة التدفقات النقدية باستخدام النسب المالية لحل الإشكالية المطروحة في البحث والمتمثلة في تقييم السياسات النقدية للمنشآت التي تحقق تدفقات نقدية موجبة ، فكثير من المنشآت تحقق تدفقات نقدية تشغيلية موجبة ولكن ذلك لا يعد مؤشراً على نجاح تلك السياسات ، ولا يمكن أن يكون ذلك التقييم فعالاً إلا من خلال ربط التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية مع التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية والأنشطة الاستثمارية ومع البيانات المستقاة من قائمة الدخل وقائمة المركز المالي.

كما أنها تلبي الهدف من هذا البحث من خلال عرض أهمية القائمة والعناصر الواردة فيها وتوظيفها من خلال استخدام أدوات التحليل المالي لتقييم أداء المنشآت في أنشطتها المختلفة.

وانطلاقاً من أهمية ودور النسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية من خلال ربط بياناتها مع بيانات قائمة الدخل وقائمة المركز المالي سيتم استعراض أهم هذه النسب وشرح مدلولاتها ودورها في اتخاذ القرارات المختلفة.

أولاً : نسب قياس كفاءة الأنشطة :

1- مقاييس جودة الربحية:

توفر قائمة التدفقات النقدية معلومات يمكن بواسطتها التمييز بين صافي الدخل المعد على أساس الاستحقاق وصافي التدفق النقدي المعد على الأساس النقدي. ويعتبر هذا المؤشر مهماً في تحديد نوعية وجودة الأرباح ، فكلما ارتفع صافي التدفق النقدي كلما ارتفعت نوعية وجودة الأرباح لأن تحقيق دخل مرتفع أو مبيعات مرتفعة بموجب مبدأ الاستحقاق لا يعني تحقيق تدفق نقدي مرتفع. لذلك فإن هذه النسب تفيد في تقييم أداء المنشأة من حيث توليد واردات نقدية وتطورها من خلال مقارنتها مع سنوات سابقة ، وأيضاً من خلال إجراء مقارنة مع المنشآت المماثلة . وتعتبر النسب الثلاثة التالية أهم النسب التي يمكن اشتقاقها لقياس جودة الأرباح:¹

1- نسبة التدفقات النقدية التشغيلية الداخلة إلى الخارجة = $\frac{\text{التدفقات النقدية التشغيلية الداخلة}}{\text{التدفقات النقدية التشغيلية الخارجة}}$

ويشكل ارتفاع هذه النسبة مؤشراً جيداً على جودة الربحية من خلال زيادة التدفقات النقدية الداخلة من التشغيل مقابل التدفقات النقدية الخارجة منها. فإذا كانت هذه النسبة أكبر من الواحد فإن ذلك يعني أن التدفقات النقدية التشغيلية الداخلة أعلى من التدفقات النقدية الخارجة مما يمكن من خلاله الحكم على جودة التدفقات من الأنشطة التشغيلية. ولا يمكن الحكم على هذه النسبة إلا من خلال مقارنتها مع نفس النسبة عن سنوات سابقة لنفس المنشأة أو مقارنتها مع نفس النسبة للمنشآت المماثلة عن نفس السنة.

2- عائد التدفق النقدي² = $\frac{\text{صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية}}{\text{صافي الدخل}}$

صافي الدخل

وتظهر هذه النسبة نسبة صافي الواردات النقدية للمنشأة من نشاطها التشغيلي إلى صافي الواردات وفقاً لأساس الاستحقاق ويعتبر ارتفاع هذه النسبة مؤشراً على كفاءة المنشأة في إدارة وسياسة التحصيل النقدي. ويجب مقارنة هذه النسبة مع نفس النسبة عن السنوات السابقة أو مع منشآت مماثلة ووفقاً للسياسة الائتمانية للمنشأة من أجل الحكم على جودة هذه النسبة من عدمه.

¹ - فلوح ، صافي . و إسماعيل إسماعيل . ومرعي ، عبد الرحمن . و حمزة ، محي الدين " تحليل القوائم المالية " . مطبعة الروضة ، جامعة دمشق ، دمشق : 2009 . ص : 124 .

² - حجازي ، محمد عباس " قوائم التدفقات النقدية الإطار الفكري والتطبيق العملي " . دار نهضة مصر ، القاهرة . مصر 1998 . ص: 33.

3- التدفقات النقدية إلى المبيعات¹ = صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية

صافي المبيعات

وتظهر نسبة التدفقات النقدية إلى المبيعات النسبة المئوية لكل وحدة نقدية بيع كقندية من العمليات التشغيلية ويشكل ارتفاع هذه النسبة مؤشراً على ارتفاع حجم المبيعات النقدية إلى المبيعات الآجلة.

2- مقاييس جودة السيولة:

توفر السيولة لجميع المنشآت جانب الأمان في أنشطتها من خلال توفير القدرة على مواجهة التزاماتها الجارية ، وتعتبر صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية هي الأساس الذي تركز عليه المنشأة في توفير السيولة.

إن قائمة التدفقات النقدية توفر معلومات مهمة عن هذا الجانب ، كما إنها توفر معلومات عن الكفاءة في سياسات التحصيل وكفاءة سياسة الذمم المدينة وحاجتها إلى التمويل الخارجي وقدرة التدفقات النقدية التشغيلية على تمويل استثماراتها الجديدة وتغطية تكاليف أنشطتها التمويلية من فوائد وأرباح أسهم مدفوعة لحملتها.²

وتعتبر قائمة التدفقات النقدية بما تقدمه من مؤشرات حجر الأساس في تقييم سيولة المنشآت خاصة بعد تراجع دور المؤشرات الأخرى مثل رأس المال العامل في ذلك التقييم. وسيتم استعراض أهم النسب المستخدمة وشرح مدلولاتها ودورها في تقييم سيولة المنشأة.

1- نسبة كفاية التدفقات النقدية³ = صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية

إجمالي التدفقات النقدية التمويلية والاستثمارية الخارجة

وتظهر هذه النسبة مدى اعتماد المنشأة على النقدية المتولدة من أنشطتها التشغيلية لمواجهة التزاماتها الاستثمارية والتمويلية ، وإن انخفاض هذه النسبة يعتبر مؤشراً على حاجة المنشأة لمصادر التمويل الخارجية عن طريق الاقتراض أو إصدار الأسهم وغيرها من وسائل التمويل المتاحة ، في حين أن ارتفاعها يعد مؤشراً على أن المنشأة قد واجهت جميع التزاماتها الاستثمارية والتمويلية وتحقق لديها فائض في السيولة يشكل لها جانب الأمان ويمكن استخدامه في توسيع ونمو أنشطة المنشأة.

2- نسبة دفع الديون طويلة الأجل = النقدية من العمليات التشغيلية

مدفوعات الدين طويل الأجل

¹ - فلوح ، صافي . وإسماعيل إسماعيل . ومرعي ، عبد الرحمن . و حمزة ، محي الدين " تحليل القوائم المالية " . مطبعة الروضة ، جامعة دمشق ، دمشق : 2009.ص: 125 .

² - محمد ، منير شاكر . وإسماعيل إسماعيل . و نور عبد الناصر " التحليل المالي مدخل صناعة القرارات " . مطبعة الطليعة، عمان . الأردن : 2000.ص: 165.

³ - الحسني ، صادق : " التحليل المالي والمحاسبي ، دراسة معاصرة في الأصول العملية وتطبيقاتها " . مجدلاوي للنشر ، عمان ، الأردن : 1998.ص : 121.

وتظهر هذه النسبة قدرة المنشأة على سداد ديونها طويلة الأجل من أنشطتها التشغيلية ويعتبر ارتفاع هذه النسبة مؤشراً خطيراً على سيولة المنشأة لأن المنشأة في هذه الحالة ستضطر إلى البحث عن موارد خارجية سواء بالإقتراض مرة أخرى لسداد الدين أو بالتصرف بأدوات الملكية مما يحملها أعباء جديدة أوحى بيع أصولها.

$$3- \text{نسبة تغطية الديون} = \frac{\text{إجمالي الديون الكلية}}{\text{صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية}}$$

وتعتبر هذه النسبة من أهم نسب تقييم السيولة وخاصة للإدارة والمقرضين لأنه يمكن من خلالها تقدير فترة تصفية الديون ، أي تقدير كم سنة سوف تحتاج إليها المنشأة لتسديد كافة الديون من نقديتها التشغيلية وذلك حسب المستوى الجاري للنقدية المتأتية من التشغيل واستقرار التدفقات النقدية التشغيلية سنة بعد أخرى.

$$4- \text{نسبة الفائدة المدفوعة}^1 = \frac{\text{الفوائد المدفوعة}}{\text{صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية}}$$

وتوفر هذه النسبة مؤشراً على تغطية المنشأة للفوائد المدفوعة عن القروض من أنشطتها التشغيلية ، ويشكل ارتفاع هذه النسبة مؤشراً حقيقياً على احتمال تعرض المنشأة لمشاكل في السيولة.

3- مقاييس تقييم السياسات المالية للمنشأة :

إن إدارة الكتلة النقدية في المنشأة تقع على عاتق الإدارة المالية بالدرجة الأولى وعلى إدارة المنشأة بشكل عام.

ويهتم المستثمرون عادة بأداء الإدارة في هذا الجانب بشكل كبير ، لأن السياسات المالية المتخذة من قبل الإدارة تؤثر بشكل كبير على استثماراتهم في السوق سواء من حيث أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية أو في العائد النقدي المتوخى من ربحية السهم ، لذلك فإن قائمة التدفقات النقدية بما توفره من معلومات يمكن عن طريق تحليلها بواسطة المؤشرات المناسبة ومقارنتها لعدد من السنوات من التعرف على مدى كفاءة الإدارة في مجال سياساتها المالية. ومن أهم هذه النسب :

$$1- \text{نسبة متحصلات الفوائد والتوزيعات} = \frac{\text{متحصلات الفوائد والتوزيعات}}{\text{التدفقات النقدية الداخلة من الأنشطة التشغيلية}}$$

وتظهر هذه النسبة مقدار مساهمة المتحصلات النقدية من الفوائد المتحصلة من الاستثمار في السندات والتوزيعات المتأتية من استثمارها في الأسهم بالنسبة للنقدية الداخلة إلى المنشأة .

¹ - Irvin N. Gleim .Dale L.Flesher , CMA Review, Thirteenth edition.Gleim Publication , inc.Florida 2006 , p :428.

ويشكل ارتفاع هذه النسبة مؤشراً على ارتفاع النقدية المتحصلة من الاستثمارات المالية في الأسهم والسندات مقارنة بالتدفقات النقدية من أنشطة المنشأة ذاتها.

2- نسبة الإنفاق الرأسمالي = $\frac{\text{الإنفاق الرأسمالي}}{\text{التدفقات النقدية الداخلة من إصدار الأسهم وقروض طويلة الأجل}}$

وتظهر هذه النسبة سياسة الإدارة في التصرف في التدفقات النقدية المتحصلة من إصدار

الأسهم أو القروض طويلة الأجل ، وإن انخفاض هذه النسبة قد يكون نتيجة استثمار تلك النقدية في المخزون أو الاستثمارات المالية ، وبالتالي فإن هذه النسبة توفر مؤشراً للمستثمرين والمقرضين عن كيفية استخدام استثماراتهم من قبل إدارة المنشأة.¹

انطلاقاً من العرض السابق نجد أن ربط بيانات قائمتي الدخل والمركز المالي ببيانات قائمة التدفقات النقدية باستخدام النسب السابقة يمكن أن يكشف عن نقاط القوة والضعف في أنشطة المنشأة من خلال المعلومات الهامة التي يقدمها ، وما يمكن أن يوصل إليه تحليلها من مؤشرات كمية توفر أداة مهمة لتقييم السياسات المالية للمنشأة وفي تقييم كفاءة الأنشطة المختلفة ومدى الكفاءة في توظيف الموارد المالية وجودة السيولة والربحية ومتطلبات التمويل والتي قد لا تظهر بصورة واضحة اعتماداً على البيانات المعروضة في قائمتي الدخل والمركز المالي والمعدة وفق أساس الاستحقاق ، فلا يمكن الحكم على مدى جودة الأرباح إلا من خلال ربطها بالعوائد النقدية المتولدة منها ، كما أنه لا يمكن الحكم على جودة السيولة إلا من خلال قدرة تلك العوائد النقدية المتأتية من النشاط التشغيلي للمنشأة على تغطية التزاماتها الجارية واستثماراتها الجديدة وتغطية أنشطتها التمويلية من فوائد وأرباح الأسهم المدفوعة لحملتها .

إن قدرة إدارة المنشآت على تحقيق الكفاءة في إدارة أنشطتها يعتبر حجر الزاوية في استمرار وتطور تلك المنشآت ، ولكن هذا لا يعني أن يتم ذلك على حساب مصلحة المستثمرين لأن اهتمام المستثمرين يتركز على العائد النقدي من استثماراتهم ، وبالتالي فعلى الإدارة الرشيدة تحقيق التوازن بين كفاءة الأنشطة وبين مصالح المستثمرين لأن أي خلل في هذا التوازن سينعكس سلباً على المنشأة ووضعها في السوق . وتعرض الفقرة التالية أهم نسب القياس وفقاً لحاجة المستثمرين.

ثانياً: نسب القياس وفقاً لحاجة المستثمرين:

¹ - محمد ، منير شاكر . وإسماعيل إسماعيل . ونور ، عبد الناصر " التحليل المالي مدخل صناعة القرارات " . مطبعة الطليعة، عمان . الأردن : 2000. ص:167.

1- الربحية النقدية :

يبحث المستثمرون دوماً عن تعظيم رقم إيراداتهم من الاستثمار لذلك فإن الربحية تأتي في مقدمة أولوياتهم عند تقييمهم للاستثمارات المتاحة لهم. وبالتالي فإن العائد النقدي على قيمة النقدية المستثمرة من قبلهم تعتبر مؤشراً هاماً لهم لأن هذا العائد سيتم التصرف به إما على شكل توزيعات نقدية لأصحاب الأسهم أو في سداد الديون المترتبة على المنشأة وفي أنشطة المنشأة أو يتم دعم حقوق الملكية بها من خلال إصدار أسهم جديدة لأصحاب الملكية والذي سوف ينعكس إيجاباً على المستوى الجاري لنمو المنشأة وقوة أسهمها في سوق الأوراق المالية. ويستخدم المستثمرون مجموعة من المؤشرات للعوائد النقدية على استثماراتهم يمكن أن نوجز أهمها بمايلي :

$$1- \text{معدل العائد النقدي على الأموال المستثمرة} = \frac{\text{التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية}}{\text{متوسط رأس المال المستثمر}} \times 100$$

ويتم حساب متوسط رأس المال المستثمر كما يلي :

$$\text{متوسط رأس المال المستثمر} = \frac{\text{رأس المال المستثمر أول المدة} + \text{رأس المال المستثمر آخر المدة}}{2}$$

ويشكل رأس المال المستثمر مجموع حقوق الملكية بالإضافة إلى القروض طويلة الأجل. وتظهر هذه النسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للأموال المستثمرة وكلما ارتفعت هذه النسبة كان ذلك مؤشراً إيجابياً ، ولا يمكن الحكم على هذه النسبة إلا من خلال المقارنة مع النسبة ذاتها للمنشآت أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه المنشأة أو مع السنوات السابقة.

$$2- \text{معدل العائد النقدي على الأموال الخاصة} = \frac{\text{التدفقات النقدية التشغيلية}}{\text{متوسط الأموال الخاصة}} \times 100$$

وتظهر هذه النسبة التدفقات النقدية التشغيلية نسبة لحقوق الملكية وكلما ارتفعت هذه النسبة كان ذلك مؤشراً إيجابياً لأن هذه التدفقات النقدية سوف توزع على أصحاب حقوق الملكية أو في سداد القروض أو التوسع في أنشطة المنشأة ، وأين يكن استخدام هذه النقدية فإنها ستعكس إيجاباً على حملة الأسهم.

وفي حال تساوي النسبتين السابقتين فهذا يعني عدم وجود قروض طويلة الأجل لدى المنشأة. وإضافة إلى النسبتين السابقتين يعمد المستثمرون إلى دراسة نسب جودة الربحية والتي تم عرضها سابقاً في سياق دراستنا للربحية النقدية للمنشأة.

2- التصرف في الأرباح :

يهتم المستثمرون دائماً بأداء وسياسات إدارة المنشأة التي يستثمرون أموالهم فيها وبالكيفية التي يتم التصرف من خلالها بالعوائد النقدية للمنشأة ، لأن تلك السياسات ستعكس مستقبلاً على استثماراتهم بشكل مباشر.

و غالباً ما توجه المنشأة عوائدها النقدية من التدفقات النقدية التشغيلية في ثلاث استخدامات وهي توزيعات نقدية على المساهمين أو في سداد القروض أو في التوسع في أنشطتها من خلال الإنفاق الرأسمالي أو في عملياتها الجارية.

ويتم نسب التدفقات النقدية التشغيلية إلى التدفقات النقدية الخارجة في كل استخدام من الاستخدامات المذكورة أعلاه لإظهار نسبة استفادتها من التدفقات النقدية التشغيلية ، وإن مقارنة هذه النسب مع بعضها البعض تظهر توجه الإدارة وسياساتها في توجيه العوائد النقدية المتوفرة لديها إلى الاستخدامات المختلفة.

ويمكن لدراسة هذا الجانب استخدام النسب التالية :¹

$$1- \text{نسبة التوزيعات النقدية} = \frac{\text{صافي التدفقات النقدية التشغيلية}}{\text{التوزيعات النقدية للمساهمين}}$$

وتظهر هذه النسبة حصة التوزيعات النقدية للمساهمين من التدفقات النقدية التشغيلية للمنشأة وسياسة توزيع الأرباح على المساهمين ومدى قدرة التدفقات النقدية التشغيلية على مواجهة التزامات المنشأة في توزيع الأرباح واستقرار هذه التوزيعات من فترة لأخرى .

$$2- \text{نسبة إعادة الاستثمار} = \frac{\text{صافي التدفقات النقدية التشغيلية}}{\text{الإنفاق الرأسمالي}}$$

وتظهر هذه النسبة مدى استفادة المنشأة من تدفقاتها النقدية التشغيلية في تمويل استثماراتها الجديدة من أجل التوسع في أنشطتها وقدرتها في المحافظة على معدل النمو الجاري فيها ، وتظهر مدى اعتماد المنشأة على مواردها الذاتية أو الاتجاه لتمويل استثماراتها من مصادر خارجية وانخفاض هذه النسبة يظهر مدى اعتماد المنشأة على أدوات التمويل الخارجية في توسيع أنشطتها.

$$3- \text{نسبة دفع إجمالي الديون} = \frac{\text{صافي التدفقات النقدية التشغيلية}}{\text{إجمالي مدفوعات الديون}}$$

وتظهر هذه النسبة قدرة المنشأة على مقابلة التزاماتها في سداد الديون من عوائدها النقدية المولدة من أنشطتها الذاتية ، وإن انخفاض هذه النسبة يعتبر مؤشراً حقيقياً على احتمال تعرض المنشأة لمشاكل في السيولة في المستقبل ، لأن المنشأة في هذه الحالة سوف تلجأ

¹ - فلوح ، صافي . و إسماعيل إسماعيل . ومرعي ، عبد الرحمن . و حمزة ، محي الدين " تحليل القوائم المالية " . مطبعة الروضة ، جامعة دمشق ، دمشق : 2009. ص: 126 .

إلى الحصول على قروض جديدة أو إلى بيع جزء من استثماراتها أو أصولها لتأمين النقدية اللازمة لمواجهة التزاماتها.

وفي كلا الحالتين سيؤدي ذلك إلى مشاكل مالية في المستقبل سواء بتراجع أنشطتها نتيجة بيع استثماراتها أو وقوعها في عجز عن مواجهة التزاماتها المستقبلية نتيجة القروض الجديدة.

3- مؤشرات السوق :

تعتبر مؤشرات السوق النقدية من أهم المؤشرات المستخدمة من قبل المستثمرين الراغبين في استثمار أموالهم وفي تحديد الاستثمار الأمثل لها ، وخاصة أولئك الذين يسعون وراء تحقيق أرباح رأسمالية (Capital gain) من خلال سوق الأوراق المالية. وتستخدم مجموعة من النسب في سياق تقييم المستثمرين للأسهم المتاحة في السوق نذكر أهمها :

$$1- \text{نسبة أرباح الأسهم الموزعة} = \frac{\text{التوزيعات النقدية للمساهمين}}{\text{صافي التدفقات النقدية التشغيلية}}$$

وتظهر هذه النسبة حصة التوزيعات النقدية على المساهمين من صافي التدفقات النقدية التشغيلية ومدى استقرار هذه التوزيعات من فترة لأخرى مما يؤثر على سعر السهم في سوق الأوراق المالية وعلى السمعة المالية للمنشأة في السوق.

$$2- \text{التدفق النقدي للسهم} = \frac{\text{صافي التدفقات النقدية التشغيلية}}{\text{عدد الأسهم}}$$

وتظهر هذه النسبة حصة السهم الواحد من التدفقات النقدية التشغيلية للمنشأة ولا تعتبر هذه النسبة ذات دلالة عالية ، ذلك لأن صافي التدفقات النقدية التشغيلية لا توزع بشكل كامل على حملة الأسهم بل تقوم بالتصرف بتلك العوائد النقدية من خلال تمويل استثماراتها وسداد التزاماتها ومن ثم توزيع الباقي.

ويرى الباحث أن نسبة معدل العائد النقدي للسهم هي النسبة الأفضل في هذا الإطار.

¹ - Gallaghe , Timothy .J. and Joseph D. And Rew , Jr , Financial management , 2nd ed ., prentichall , inc . Boston 2000. P:232.

معدل العائد النقدي للسهم = نسبة أرباح الأسهم الموزعة × التدفق النقدي للسهم

$$= \frac{\text{التوزيعات النقدية للمساهمين} \times \text{صافي التدفقات النقدية التشغيلية}}{\text{عدد الأسهم}}$$

$$= \frac{\text{التوزيعات النقدية للمساهمين}}{\text{عدد الأسهم}}$$

وتظهر هذه النسبة حصة كل سهم من التوزيعات النقدية ، وارتفاع هذه النسبة يعتبر مؤشراً جيداً ، ولكن لا يمكن الحكم على جودة هذه النسبة إلا من خلال المقارنة مع النسبة ذاتها للمنشآت الأخرى أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه المنشأة وكذلك مع السنوات السابقة.

$$3- \text{نسبة سعر السهم إلى العائد النقدي}^1 = \frac{\text{سعر السهم}}{\text{العائد النقدي للسهم}}$$

وتظهر هذه النسبة سعر السهم في السوق إلى عائد النقدي وكل ما انخفضت هذه النسبة كان ذلك أفضل وخاصة للمساهمين المهتمين بالعوائد النقدية للأسهم بشكل أكبر من الأرباح الرأسمالية.

من خلال العرض السابق نجد أن نسب القياس وفقاً للمستثمرين غالباً ما تعتمد على الرابط بين التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية وعناصر من قائمة المركز المالي ، فعند دراسة الربحية النقدية يتم نسب التدفقات النقدية التشغيلية إلى الأموال المستثمرة سواء أكانت أموال خاصة أو قروض أو كلاهما معاً ، ويتم ربط تلك الدراسة بدراسة نسب جودة الأرباح التي تم التطرق لها سابقاً.

كما يستخدم المستثمرون في أسواق الأوراق المالية نسب مؤشرات السوق النقدية لتحديد الاستثمار الأمثل لأموالهم وتحقيق الأرباح الرأسمالية من خلال نسب أرباح الأسهم الموزعة والتدفقات النقدية للسهم ومقارنتها مع نفس النسب لمنشآت أخرى أو مع نسب القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه.

وعادة ما يدرس المستثمر السياسات التي تتبعها إدارة المنشأة في توجيه أرباحها سواء في سداد الإلتزامات والتوزيعات النقدية على المساهمين أو استخدام تلك الأرباح في استثمارات جديدة من خلال نسب التدفقات النقدية التشغيلية إلى كل من الاستخدامات السابقة ومعرفة نسبة استفادة كل منها إلى التدفقات النقدية التشغيلية.

وبالرغم من أهمية النسب السابقة بالنسبة للمستثمرين في دراسة الاستثمار الأمثل لأموالهم إلا أن أي إهمال لنسب قياس كفاءة الأنشطة أو نسب القياس وفقاً لإدارة المنشأة والتي سيتم التطرق لها لاحقاً يشكل خللاً في عملية تقييم الاستثمار ويؤدي إلى تقييم ناقص لأن الأساس في هذا التقييم هو تحقيق التوازن بين كفاءة أنشطة المنشأة ومراعاة مصالح المستثمرين من جهة والتكامل مع أداء الإدارة فيما يتعلق بسياسة تمويل الأصول وتغطية الديون ، والنتيجة أن أي خلل في أداء الإدارة أو في كفاءة الأنشطة سينعكس سلباً على مصالح المستثمرين.

¹ - فضاله ، أبو الفتوح علي : "التحليل المالي وإدارة الأموال" . دار الكتب العلمية ، القاهرة : 1995. ص 167.

وتعرض الفقرة التالية أهم نسب القياس وفقاً للإدارة.

ثالثاً : نسب القياس وفقاً لحاجة الإدارة :

تعتبر جميع المؤشرات التي سبق عرضها مهمة للإدارة في إجراء تقييم ذاتي لأدائها وسياساتها المتبعة وبشكل خاص فيما يتعلق بنسب قياس كفاءة الأنشطة التي تظهر مكامن القوة والضعف في إدارة أنشطة المنشأة عن الفترة الماضية من أجل تعزيز مكامن القوة وتلافي نقاط الضعف فيها وتعطيها أساساً تنطلق منه في تخطيط سياساتها المستقبلية وتحديد احتياجاتها من التدفقات النقدية الداخلة لمواجهة التزاماتها سواء لسداد الديون أو التوسع الرأسمالي. وسيتم عرض أهم النسب التي تستخدمها الإدارة في إجراء التقييم والتي لم يتم ذكرها سابقاً بما يلي:

$$1- \text{نسبة أثر الاهتلاك والإطفاء} = \frac{\text{الاهتلاك} + \text{الإطفاء}}{\text{التدفقات النقدية التشغيلية}}$$

وتظهر هذه النسبة مقدرة المنشأة على تغطية مصاريف الاهتلاك والإطفاء طول فترة استخدام الأصول وذلك لضمان إحلالاً كافياً للأصول ، ويمكن اعتبار أن الشركة أكثر كفاية كلما صغرت هذه النسبة ويجب ربط هذه النسبة مع نسبة إعادة الاستثمار التي تم التعرض لها سابقاً لأن ذلك سيعطي رؤية أوضح في مقدرة على توليد نقدية كافية لتغطية مصاريف إعادة إحلال الأصول.

$$2- \text{التدفقات النقدية من الأصول} = \frac{\text{صافي التدفقات النقدية التشغيلية}}{\text{متوسط مجموع الأصول}}$$

وتظهر هذه النسبة مدى كفاءة المنشأة في الاستفادة من أصولها في توليد تدفقات نقدية من أنشطة التشغيل.

$$3- \text{نسبة تغطية الدين طويل الأجل} = \frac{\text{التدفقات النقدية التشغيلية}}{\text{إجمالي الديون طويلة الأجل}}$$

وتظهر هذه النسبة قدرة المنشأة على تغطية ديونها طويلة الأجل ، وتستطيع الإدارة تحديد الفترة الزمنية اللازمة لتغطية ديونها بشكل تقديري في حال وجود مؤشرات على استقرار هذه النسبة عبر الفترات المالية المتلاحقة.

من خلال العرض السابق تم تقديم أهم النسب المالية المستخدمة في تقييم الجانب النقدي في المنشآت المختلفة من خلال المزج بين بيانات مستخرجة من قائمة التدفقات النقدية وكل من قائمة الدخل وقائمة المركز المالي.

وبالرغم من الأهمية التي تحظى بها النسب المالية كأداة من أدوات التحليل المالي إلا أنها تعاني من القصور في نواحي عديدة تحد من فاعليتها ودورها ويمكن إيجاز نواحي القصور في النقاط التالية¹:

1- اختيار الأساس السليم للمقارنة :

إن إجراء أية مقارنة لا يمكن أن تتم بشكل سليم إلا بتوافر وحدة قياس محددة تستخدم في عملية المقارنة بحيث لا تدع هناك مجالاً للخطأ في عملية المقارنة. إلا أن المقارنة بواسطة النسب المحاسبية لا تتميز بهذا الوضوح والتحديد ، فمثلاً إذا كانت نسبة التوزيعات النقدية للمساهمين إلى تدفقاتها النقدية التشغيلية مرتفعاً فهذا لا يعني أنه الوضع الأمثل للمنشأة ، فربما كان هذا الإجراء قد استخدم من قبل الإدارة من أجل المحافظة على السمعة المالية للمنشأة في السوق دون أن تهتم بتوفير سيولة كافية لمواجهة التزاماتها المستقبلية مما قد يوقعها في أزمات في المستقبل.

2- اختلاف ظروف المقارنة :

إن أهمية النسب المالية ودورها يظهران من خلال إجراء المقارنات المختلفة ومنها المقارنة عبر الزمن أو المقارنة مع المنشآت المماثلة. وحتى تكون نتائج المقارنة سليمة وصحيحة يجب أن تتم في ظروف متشابهة ، ولكن في معظم الحالات تكون الظروف مختلفة نتيجة عوامل سياسية واقتصادية واجتماعية تؤثر على نشاط المنشأة ويكون تأثيرها مختلف من عام لآخر من حيث فترة التأثير وحجمه ونوعيته ، مما يؤثر على إمكانية الاعتماد على نتائج المقارنة.

3- تغير القوة الشرائية للنقد :

يتم حساب النسب المالية من واقع عناصر القوائم المالية المقومة حسب الفرض المحاسبي ((ثبات وحدة النقد)) ، لكن في ظل ظروف التضخم السائد في العالم وتغير القوة الشرائية للنقد أثرت على نتائج النسب المالية وعلى دقة وصدق الصورة التي نحصل عليها من خلال إجراء المقارنات بين تلك النسب.

4- الاختلاف في المصطلحات والمفاهيم المحاسبية :

ويعود ذلك إلى اختلاف المنشآت في أسس تصنيف العناصر والاختلاف في المبادئ والسياسات المحاسبية المتبعة في إعداد القوائم المالية ، مثل أن يتم تصنيف توزيعات أرباح الأسهم ضمن الأنشطة التشغيلية في منشأة معينة ، في حين نجد أن منشأة أخرى قد صنفت توزيعات الأرباح للمساهمين ضمن أنشطة التمويل مما يؤثر على عملية المقارنة ودقة نتائجها.

¹ - فلوح ، صافي : " المحاسبة الإدارية ودراسة الميزانيات " . الطبعة الثالثة عشرة ، منشورات جامعة دمشق ، مطبعة دار الكتاب : 2007 . ص: 201 .

5- مشكلة تغير المعطيات في الأجل القصير :

تعتمد النسب المالية في إعدادها على عناصر القوائم المالية والتي تعبر عن وضع المنشأة في لحظة إعداد هذه القوائم وبالتالي فإن القيام بأي إجراء سيؤثر على عناصر تلك القوائم وبالتالي على النسب المالية وهذا التغير السريع يؤثر على مصداقية النسب المالية كأداة للتخطيط والرقابة المستقبلية.

من خلال العرض السابق لدور النسب المالية كأداة من أدوات التحليل المالي في عملية التقييم للوضع النقدي للمنشآت يرى الباحث أنه بالرغم من وجود بعض المحددات لدور هذه النسب وفعاليتها كأداة من أدوات التحليل المالي نتيجة صعوبة تحديد المعيار المناسب لإجراء المقارنة مع النسب المستخرجة وخضوع بعضها للتحيز الشخصي والتغيرات السريعة في الاقتصاديات المعاصرة إلا أننا لا يمكن أن نغفل الدور الكبير الذي تلعبه هذه النسب في تقديم عرض لواقع المنشأة الخاضعة للتقييم ، مع ضرورة الإشارة إلى وجود ترابط كبير بين نتائج هذه النسب وبالتالي لا يمكن أن نأخذ ببعضها ونترك الآخر ، وبالتالي لابد من الربط بين نتائجها للوصول إلى رؤية أوضح ، كما أنها تعتبر أداة تربط بين الأنشطة المختلفة للمنشأة وتظهر كفاءة وكفاية النقدية المتولدة من نشاط المنشأة التشغيلي في تغطية بقية الأنشطة التمويلية والاستثمارية ومن هنا تأتي أهميتها في هذا البحث ، كما يمكن بعد ذلك تطوير بعض المؤشرات من واقع بيانات قائمة التدفقات النقدية لدعم التقييم السابق.

ومن هنا جاءت أهمية استنتاج التدفق النقدي الحر والممثل لصافي التدفقات النقدية بعد أن نحفض منها صافي الإنفاق الرأسمالي ، وبالتالي فإن التدفق النقدي الحر يمثل ذلك الجزء المتبقي لدى الإدارة لتخفيض الديون والتوسع في أنشطتها ، وانطلاقاً من ذلك فإن التدفق النقدي الحر جاء ليكمل أدوات التحليل المالي المعروضة في البحث سابقاً وليس من أجل إلغاءها وصولاً إلى التقييم الأمثل للاستثمارات المتاحة وهو ما سيتم التطرق إليه في الفصل الثاني من البحث.

الفصل الثاني

التدفق النقدي الحر- قياسه واستخدامه في تقييم الأسهم واختيار الاستثمارات

• المبحث الأول : مفهوم التدفق النقدي الحر وقياسه

- ١ مفهوم التدفق النقدي الحر.
- ٢ قياس التدفق النقدي الحر.
- ٣ استخدامات التدفق النقدي الحر.

• المبحث الثاني : تقييم الأسهم بالاعتماد على استخدام التدفق النقدي الحر

- ١ مقدمة .
- ٢ تقييم الأسهم باستخدام نموذج عائدات الأسهم المتساوية عبر الزمن.
- ٣ تقييم الأسهم باستخدام نموذج التدفق النقدي الحر.

• المبحث الثالث : اختيار محفظة الأوراق المالية باستخدام مؤشرات التدفقات النقدية

- ١ اختيار محفظة الأوراق المالية وفق مضاعف السعر السوقي للسهم P/E .
- ٢ اختيار محفظة الأوراق المالية وفق التدفقات النقدية التشغيلية الصافية.
- ٣ اختيار محفظة الأوراق المالية وفق التدفق النقدي الحر FCF .

• المبحث الأول : مفهوم التدفق النقدي الحر وقياسه

1- مفهوم التدفق النقدي الحر :

بالرغم من أن مؤشر ربحية السهم يعتبر مؤشراً واسع الاستخدام لأغراض الاستثمار وتقييم الأسهم نتيجة أن رقم الإيرادات متاح بشكل ميسر من خلال القوائم المالية إلا أن تحكم السياسات الإدارية وإختلاف الطرق المحاسبية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر أدت لتراجع دوره في عملية تقييم الأسهم.

كما أن التدفق النقدي التشغيلي يعد أقل استخداماً لأغراض الاستثمار ، إضافة إلى عدم ملائمة نتيجة احتوائه على عناصر لا تتصف بال تكرار ، مثل الخسائر الناجمة عن تلف مخزون بسبب حدوث حريق ، كما أن رقم التدفق النقدي التشغيلي لا يظهر مدى كفاية التدفق النقدي التشغيلي لتغطية أنشطة المنشأة الأخرى ، وبالتالي كان لا بد من البحث عن معيار آخر أكثر قبولا لتقييم الاستثمارات.

واعتباراً من أواخر التسعينيات من القرن الماضي ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية مصطلح جديد عرف باسم التدفق النقدي الحر وقد استخدم بداية من قبل بعض وكالات تقييم الائتمان ومؤسسات وزارة المالية الأمريكية وغيرها وإن كان استخدامه على نطاق ضيق في بادئ الأمر ثم بدأ استخدامه ينتشر على نطاق أوسع لأغراض استثمارية.

ولم يتم اعتماد تعريف محدد للتدفق النقدي الحر ، كما أنه عرف بعدة أسماء من أهمها : التدفق النقدي الفائض ، والتدفق النقدي الزائد ، والتدفق النقدي القابل للتوزيع ، والتدفق النقدي المتاح.

إن الغرض الأساسي من هذه التعاريف والأسماء هو قياس أعظم تدفق نقدي متولد في المنشأة خلال فترة معينة والتي يمكن أن توزع على حملة الأسهم دون أن يتأثر النمو المستقبلي لتلك المنشأة.^١

ويعتبر التعريف السائد لدى المستثمرين و الأكثر شيوعاً حسب (Standard & poor`s) هو نفقات الاهتلاك المضافة إلى صافي الدخل قبل خصم الضرائب مخصوماً منه الإنفاق الرأسمالي.

وقد جاء في تعريف التدفق النقدي الحر بأنه النقد المتحصل من أنشطة المنشأة الرئيسية بعد استبعاد النفقات النقدية الخارجة من المنشأة من أجل أن يستمر النمو الجاري فيها عند نفس المستوى المخطط.^٢

كما يمكن تعريفه بأنه مقدار التدفقات النقدية التشغيلية المتبقية بعد طرح صافي الإنفاق الرأسمالي اللازم لاستمرار معدل النمو الجاري في المنشأة دون أن يتأثر.^٣

^١ - Dennis J. THE FIVE KEYS STEPS TO VALUE INVESTING . Mc Graw – hill , inc . NEWYORK: 2003 .P;152 .
^٢ - Kenneth S . Hackel . And Joshualivant . Cash flow and security analysis, Second edition. IRWIN ,inc. NEWYORK: 2000 . P,4 .

^٣ - حجازي ، محمد عباس : " قوائم التدفقات النقدية الإطار الفكري والتطبيق العملي " . دار نهضة مصر ، القاهرة . مصر 1998 . ص : 35 .

ومن خلال التعريفين السابقين يرى الباحث أنهما يجمعان على مبدأ واحد هو أن ذلك المقدار من النقدية (التدفق النقدي الحر) هو المقدار الذي تستطيع المنشأة استخدامه دون تخفيض في قيمة المشروع أو التأثير على نموه واستمراره.

إن العرض السابق لمفهوم التدفق النقدي الحر يشكل أساساً يمكن الاستناد إليه في شرح آلية قياس التدفق النقدي الحر والطرق المستخدمة في ذلك ، كما أنه يعالج المشكلة المطروحة في البحث من خلال ربط التدفقات النقدية التشغيلية مع الانفاق الرأسمالي وإظهار مدى كفاية تلك التدفقات في تغطية الأنشطة الاستثمارية وهو ما سيتم التطرق له في الجزء التالي من هذا المبحث.

2- قياس التدفق النقدي الحر :

1- الطريقة الأولى :

يمكن قياس التدفق النقدي الحر باستخدام الطريقتين المباشرة والطريقة غير المباشرة شأنه في ذلك شأن قياس صافي التدفقات النقدية التشغيلية.

وباستخدام الطريقة المباشرة يتم تحديد المكونات الأساسية للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ومن ثم يتم تحديد الاستثمارات الرئيسية للمنشأة في الأصول الثابتة.

في حين أنه من خلال الطريقة غير المباشرة يتم البدء بالتغيرات الحاصلة في النقدية خلال الفترة من خلال القيام بالتعديلات في مقادير الأحداث التي تؤثر في التدفق النقدي الحر.

ومن خلال ذلك القياس يمكن لإدارة المنشآت تحديد النفقات النقدية غير الضرورية من أجل استمرار نشاط الشركة و تجنبها أو تخفيضها لأن تلك المنشآت يمكن أن تتجنب تلك الدفعات وتبقى مستمرة في التشغيل وبالتالي زيادة التدفق النقدي الحر.

ويمكن قياس التدفق النقدي الحر بالطريقة المباشرة وفق النموذج التالي والمستند إلى نموذج افتراضي لقياس التدفقات التشغيلية وفق المعيار المحاسبي الدولي السابع :

جدول رقم (7) نموذج حساب التدفق النقدي الحر وفق الطريقة المباشرة

البيان	القيمة
متحصلات نقدية من العملاء	XX
مدفوعات نقدية للموردين والعاملين	(XX)
النقدية الناتجة من العمليات	XX
فوائد مدفوعة	(XX)
ضرائب دخل مدفوعة	(XX)
صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	XX
يطرح : صافي الإنفاق الرأسمالي	XX
التدفق النقدي الحر	XX

وفي حال تعذر حساب التدفقات النقدية التشغيلية الصافية نتيجة عدم توافر البيانات الضرورية لحسابه وإجراء التعديلات المطلوبة فإنه يمكن استخدام التعريف الشائع للتدفق النقدي الحر والمتمثل في إضافة الاهتلاكات إلى صافي الدخل مطروحاً منها الإنفاق الرأسمالي في سبيل التوصل لتقدير معقول للتدفق النقدي الحر¹. ويمكن تمثيل ذلك من خلال النموذج التالي :

البيان	القيمة
صافي الدخل	XX
يضاف : نفقات الاهتلاك والإطفاء	XX
التدفقات النقدية التشغيلية	XX
يطرح : الإنفاق الرأسمالي	XX
التدفق النقدي الحر	XX

¹ - John Athanmun . Real options analysis tools and techniques for decisions . john wiley & sons , inc. New York : 2000. P,130.

وعند قياس التدفق النقدي الحر وفق الطريقة غير المباشرة فإنه يتم اعتماد النموذج التالي والمستند إلى نموذج افتراضي لقياس التدفقات النقدية التشغيلية وفق الطريقة غير المباشرة في المعيار المحاسبي الدولي السابع :

جدول رقم (8) نموذج حساب التدفق النقدي الحر وفق الطريقة غير المباشرة

البيان	القيمة
صافي الربح قبل الضرائب والبنود الاستثنائية يعدل بما يلي	XX
مصروف الاستهلاك	XX
خسائر تغير أسعار صرف العملات الأجنبية	XX
إيرادات استثمارية	(XX)
مصروف الفوائد	XX
صافي ربح العمليات قبل التغيرات في رأس المال العامل	XX
الزيادة في المدينين والمستحقات الأخرى	(XX)
النقص في المخزون	XX
النقص في الدائنين	(XX)
النقدية الناتجة عن العمليات	XX
الفوائد المدفوعة	(XX)
الضرائب المدفوعة	(XX)
صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	XX
يطرح : صافي الإنفاق الرأسمالي	XX
التدفق النقدي الحر	XX

استناداً لما سبق نجد أن حساب التدفق النقدي الحر باستخدام الطريقتين المباشرة وغير المباشرة يعد أمراً ملائماً من خلال طرح صافي الإنفاق الرأسمالي من رقم صافي التدفقات النقدية التشغيلية المعروضة في قائمة التدفقات النقدية ، حيث أن استخدام الطريقتين السابقتين يعطي صورة مفصلة عن العناصر النقدية المكونة للتدفقات النقدية الحرة وبالتالي تمكن الإدارة من تحديد التدفقات النقدية غير الضرورية لإستمرار نشاط المنشأة وتجنبها أو تخفيضها وتعظيم رقم التدفقات النقدية الحرة.

كما تمكن الطريقة المباشرة عند حساب التدفق النقدي الحر من تحديد عناصر التدفقات النقدية التي لا تنصف بتكرار حدوثها من عام لآخر واستبعادها لتلافي حدوث تضليل في نتائج تقييم الاستثمارات والأسهم.

ويمكن حساب التدفقات النقدية الحرة بطريقة بديلة من خلال متابعة التغيرات الحاصلة في النقدية خلال الفترة وهو ما سيتم عرضه في الفقرة التالية من هذا المبحث.

2- الطريقة الثانية:

تعتبر هذه الطريقة عن أسلوب بديل في قياس التدفق النقدي الحر من خلال متابعة التغيرات الحاصلة في النقدية خلال الفترة. وتعتمد هذه الطريقة على مبدأ أن الموارد النقدية ستوجه لاستخدامات مقابلة لها. ويمكن التعبير عن تلك العلاقة من خلال المعادلة التالية¹:

$$OCF + NET DEBT + NET EQUITY = DIV + INVEST + CHANG CASH$$

إن رموز المعادلة السابقة تمثل التالي :

- ◆ OCF : صافي التدفقات النقدية التشغيلية.
- ◆ NET DEBT : نقدية ناتجة عن الحصول على قروض.
- ◆ NET EQUITY : نقدية ناتجة عن إصدار الأسهم.
- ◆ DIV : توزيعات نقدية على المساهمين من قبل الشركة.
- ◆ INVEST : نقدية مستثمرة كإنفاق رأسمالي.
- ◆ CHANG CASH : تغير في النقدية بين أول وآخر المدة.

من خلال المعادلة السابقة نجد أن :

$$OCF - INVEST = DIV + CHANG CASH - NET DEBT - NET EQUITY$$

إن الطرف الأيسر من المعادلة السابقة يمثل تعريف التدفق النقدي الحر (التدفقات النقدية التشغيلية الصافية مطروحاً منها الإنفاق الرأسمالي خلال الفترة).
إن الطرف الأيمن من المعادلة يظهر طريقة بديلة لقياس التدفق النقدي الحر من التشغيل بالاعتماد على النقد المستلم مطروحاً منه التدفقات النقدية الضرورية.
بالتالي إن انخفاض النقدية تعود إلى أحداث مالية ، حيث أن مدفوعات أرباح الأسهم أو تخفيض الدين سوف يؤدي إلى تغيرات في النقدية وبشكل مشابه فإن الانخفاض في النقدية قد يعود إلى الإنفاق الرأسمالي المطلوب أو الأنشطة الاستثمارية المطلوبة للحفاظ على معدل النمو في الشركة.
ويمكن اعتبار أن إعادة شراء الأسهم هو إجراء مشابه للتوزيعات النقدية ، حيث يتم عادة استخدام التدفق النقدي الحر في إعادة شراء الأسهم وتخفيض الأسهم التي يحملها حملة الأسهم .
وبشكل مماثل فإنه يمكن تخفيض الديون طويلة الأجل باستخدام التدفقات النقدية الحرة من خلال تخفيض ديون حملة السندات بدلاً من حملة الأسهم.

¹ - Kenneth S . Hackel . And Joshualivant . Cash flow and security analysis, Second edition. IRWIN ,inc. NEWYORK: 2000. P,294 .

من خلال المعادلة السابقة يرى الباحث أن أي زيادة تتحقق من خلال إصدار الأسهم خلال الفترة تعد تدفقات نقدية تمويلية داخلية لا تؤثر على التدفق النقدي الحر ، لذلك يتم تخفيضها من التغير في النقدية عند قياس التدفق النقدي الحر من الأنشطة التشغيلية. كما أن الزيادة في الديون طويلة الأجل والأنشطة التمويلية الأخرى تمثل زيادة في النقدية المتحققة من الأنشطة التمويلية وليست من خلال الأنشطة التشغيلية. وبنفس الطريقة يتم تخفيض تلك الزيادة في النقدية خلال الفترة من التغير في النقدية عند قياس التدفق النقدي الحر من الأنشطة التشغيلية. وبشكل مشابه يتم التعامل مع الأنشطة الاستثمارية والتي تؤدي لتغير في النقدية لأنها لا تمثل التدفق النقدي الحر من الأنشطة التشغيلية . فالتدفقات النقدية الداخلة من بيع الأصول الثابتة تزيد من رصيد النقدية خلال الفترة ولكنها ليست تدفقات نقدية من التشغيل ، لذلك يتم خصم تلك التدفقات النقدية من التغير في النقدية عند قياس التدفق النقدي الحر .

3- استخدامات التدفق النقدي الحر :

من خلال دراسة مفهوم التدفق النقدي الحر نجد أنه يمثل ذلك التدفق النقدي الفائض عن احتياجات المنشأة في سبيل استمرار معدل النمو الجاري فيها عند نفس السوية. أي أن المنشأة يمكن لها التصرف بذلك الجزء دون أن تتأثر أنشطتها ، لذلك فإن الإدارة الرشيدة تقوم بتوجيه ذلك الجزء النقدي الفائض نحو الاستخدام الأمثل وبما يتلاءم مع وضع المنشأة وحالة السوق. فبعض المنشآت تقوم بتوزيع التدفق النقدي الحر على أصحاب الملكية من خلال إجراء توزيعات مباشرة خاصة إذا كانت تقديرات الإدارة باستمرار نمو التدفقات النقدية الحرة في المستقبل أو بقاءه عند أحدث مستوياته على الأقل ، وإن قيام المنشأة بإجراء توزيعات نقدية من تدفقاتها النقدية الحرة سيعزز من ثقة المساهمين وسيضع أسهمها ضمن خيارات المستثمرين بنتيجة ارتفاع أسعار أسهمها في سوق الأوراق المالية. كما يمكن أن تقوم المنشأة باستخدام التدفق النقدي الحر في تخفيض ديونها طويلة الأجل والتي لم تستحق بعد وإعادة شراء السندات دون التأثير على التدفقات النقدية المستقبلية بما يؤدي إلى دعم حقوق ملكية أصحاب الأسهم وتخفيض خطر حصول عجز في السيولة عند استحقاق تلك الديون نتيجة تغير ظروف الأعمال كما أنها تؤدي لتخفيض نفقات الفائدة في المستقبل وإلى اعتماد المنشأة على مواردها الذاتية في تمويل استثماراتها بما يعزز من قوة أسهمها وارتفاع أسعارها في السوق. وبنفس الطريقة يمكن إعادة شراء أسهم المنشأة من السوق بدلاً من إعادة شراء السندات وهو ما يؤدي إلى دعم حقوق أصحاب الملكية من خلال زيادة حصصهم في رأس المال ، وإن ذلك الإجراء يوحي بزيادة الطلب على أسهم تلك المنشأة مما يؤدي إلى ارتفاع سعر أسهمها في سوق الأوراق المالية.

وبأسلوب معاكس يمكن أن تقوم المنشأة بإصدار أسهم جديدة بقيمة التدفق النقدي الحر وتوزيعها على حملة الأسهم كلاً حسب حصته في أسهم المنشأة وذلك في حال رغبت المنشأة في زيادة رأسمالها.

كما يمكن لإدارة المنشأة أن تبقي على التدفقات النقدية الحرة دون أن توزعها أو تسدد ديونها في سبيل تحقيق نمو وتوليد تدفقات نقدية حرة أكبر في المستقبل من خلال توظيفها في استثمارات جديدة في المنشأة ذاتها أو في استثمارات خارجية.

لذلك يرى الباحث أن الشركات التي لديها تدفقات نقدية حرة تعتبر خيار مناسب للاستثمار لأن التدفق النقدي الحر سوف يؤدي إلى رفع أسعار أسهمها في النهاية ، وبالتالي يمكن استخدام التدفق النقدي الحر كمعيار في اختيار الأسهم من قبل المستثمرين لدى تقييم الأسهم المراد ضمها إلى المحفظة الاستثمارية ، وهو معيار لا يقل أهمية لدى الدائنين والمقرضين لتلك المنشآت ، لأن المنشآت التي تحقق تدفقات نقدية حرة موجبة من أنشطتها التشغيلية ستكون قادرة على سداد ديونها ، وهذا ما سيتم التطرق له لاحقاً من خلال هذا البحث.

من خلال استعراض مفهوم التدفق النقدي الحر واستخداماته ومقارنته بالمعايير الأخرى المستخدمة في تقييم الأسهم يرى الباحث أنه جاء مطلباً لهدف البحث من خلال طرح مفهوم جديد لتقييم الأسهم بعيداً عن تحكم السياسات الإدارية والطرق المحاسبية ، كما أنه يمثل حلاً للمشكلة المطروحة في البحث والمتمثلة في إمكانية تضليل المستثمر عند اعتماده على مؤشر ربحية السهم أو صافي التدفقات النقدية التشغيلية ، كما أنه يجيب عن تساؤلات المستثمر عن العائد النقدي المستقبلي من استثماره في الأسهم وقيمة تلك الأسهم مستقبلاً لأن التدفق النقدي الحر سوف يستخدم من قبل إدارة المنشأة إما على شكل توزيعات نقدية على المساهمين أو في تخفيض ديون الشركة أو في إعادة شراء أسهم الشركة في السوق أو إبقائه في الشركة من أجل إعادة استثماره لتوليد تدفقات نقدية حرة أكبر في المستقبل ، وفي كل الحالات سوف ينعكس ذلك إيجاباً على المستثمرين ويؤدي إلى رفع سعر أسهمهم.

ومن هنا سيكون الهدف هو التدفق النقدي الحر وتعظيمه قدر الإمكان واستمرار توليده عام بعد آخر وهو ما يتطابق مع أهداف البحث.

وبناء على ما سبق يمكن للتدفق النقدي الحر أن يشكل أساساً مقبولاً في تقييم الأسهم من خلال بناء نماذج رياضية تستند إلى مفهوم التدفق النقدي الحر وطريقة استنتاجه في سبيل قياس القيمة المستقبلية المقدرة للأسهم وهو ما سيتم التعرض له في المبحث التالي.

• المبحث الثاني: تقييم الأسهم بالاعتماد على التدفق النقدي الحر

1- مقدمة :

في المبحث السابق قمنا بتعريف التدفق النقدي الحر و قمنا باستعراض الطرق المستخدمة في تحديده ومجالات استخدامه ، وفي هذا المبحث سوف نستخدم ذلك التعريف في تقييم أسهم الشركات.

إن ذلك التقييم يعتبر مهم للمستثمرين ولمدراء المحافظ الاستثمارية لأنه يعطي صورة عن الأسهم المرشحة للاستثمار وضمها إلى المحفظة الاستثمارية أو استبعادها منها ، من خلال إجراء مقارنة بين القيمة السوقية الجارية للسهم والقيمة المستقبلية المقدرة ، فإذا كانت القيمتين متساويتين فإن المستثمر قد يقرر أن يبقى على تلك الأسهم ، أما إذا كانت القيمة المقدرة للأسهم أقل من القيمة السوقية الجارية فإن المستثمر سوف يقرر أن يبيع أسهمه قبل أن ينخفض سعر تلك الأسهم ، في حين أنه إذا كانت القيمة المقدرة للأسهم أعلى من القيمة السوقية الجارية فإن المستثمر ربما سيرغب في شراء أسهم إضافية بانتظار الزيادة السوقية المستقبلية في أسعار تلك الأسهم.

وانطلاقاً من هذا المفهوم فإننا سوف نقوم بوضع أساساً نظرياً حول إستراتيجية الاستثمار بالاعتماد على التدفق النقدي الحر وتوظيفه في نموذج رياضي مقترح لتقييم الأسهم.

2- تقييم الأسهم باستخدام نموذج عائدات الأسهم الثابتة :

إن معظم نماذج التقييم تفترض أن سعر السهم يساوي للقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة والعائدة على السهم طوال فترة حياته بما فيها القيمة السوقية ، وترتبط تلك النماذج بالافتراضات الأساسية حول معدل الخصم المستخدم في تحديد قيمة توزيعات أرباح الأسهم المستقبلية وأسلوب تلك التوزيعات في المستقبل ، كما أنها تفترض ثبات معدل الخصم خلال تلك الفترات.^١

ويمكن التعبير عن القيمة السوقية الجارية للشركة وفق ما سبق من خلال المعادلة ^٢:

$$P_t = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{E(D_n)}{(1+r)^n} \quad (1)$$

^١ - حسون ، توفيق : الإدارة المالية " قرارات الاستثمار وسياسات التمويل في المشروع الاقتصادي " . منشورات جامعة دمشق : 2009 . ص:32.

^٢ - Kenneth S. Hackel . and Joshualivnat . cash flow and security analysis , second edition . IRWIN , inc. New York :2000 P:327-

حيث أن :

P_t : القيمة السوقية للشركة في نهاية الفترة t .

r : المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار في الشركة (بفرض أن r متساوية خلال الفترات).

$E(D_i)$: تمثل توزيعات أرباح الأسهم في الفترات التالية للفترة t .

إن هذا النموذج يفترض أن ربح السهم سوف ينمو بمعدل ثابت (g) ، لذلك إذا فرضنا أن

الشركة تدفع توزيعات أرباح (D_t) خلال فترة t فإن توزيعات الأرباح في كل فترة لاحقة

n سوف تكون :

$$E(D_i) = D_t (1+g)$$

ومن خلال التعويض في المعادلة (1) نحصل على :

$$P_t = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_t (1+g)^n}{(1+r)^n} \quad (2)$$

بما أن D_t متساوية في جميع الفترات فيمكن أن تصبح المعادلة كما يلي :¹

$$P_t = D_t \sum_{n=1}^{\infty} \frac{(1+g)^n}{(1+r)^n} \quad (3)$$

إن الشكل الأخير في المعادلة (3) هو مجموع سلسلة هندسية والتي تزداد كل فترة من خلال العامل $(1+g)/(1+r)$ ، وبفرض أن $r > g$ فإن السلسلة تقترب من أن تكون :
 $(1+g)/(r-g)$ لذلك فإن المعادلة (3) تصبح :

$$P_t = D_t \frac{(1+g)}{(r-g)} \quad (4)$$

إن المعادلة الأخيرة تستخدم في تقييم سعر السهم عن فترات لاحقة وإجراء مقارنة بين سعر السهم الجاري في السوق مع قيمته المقدرة في المستقبل من أجل اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم.

وتتجنب معظم الشركات تحديد قيمة معينة لتوزيعات الأرباح على الأسهم لأن أي تخفيض عن تلك القيمة سوف يؤثر على سعر السهم في السوق بشكل سلبي ، وتسعى تلك الشركات

¹ - 328 p :2000, IRWIN , inc. New York . cash flow and security analysis , second edition . Kenneth S. Hackel . and Joshualivnat .

في المحافظة على تلك التوزيعات للأرباح عند المستوى المأمول لكي تستمر على المدى الطويل ، لذلك غالباً ما تحدد نسبة معينة كدفعات أرباح الأسهم من أصل الإيرادات ، وتلك النسبة تكون غالباً ثابتة عبر الزمن عندما يتم تحديدها باستخدام مدة لا تقل عن خمس سنوات لأن التقلبات في الإيرادات في المدى القصير لا تؤثر في التقييم طويل الأمد لتلك النسبة. لذلك بفرض أن الشركة قد اكتسبت إيرادات E_t عن الفترة (t) وأن نسبة توزيعات أرباح الأسهم تساوي (b). وبفرض أن الإيرادات قد ازدادت بنسبة مئوية في تلك الفترة (g) ، فإن أرباح الأسهم للفترة المقبلة (n) تقدر من خلال المعادلة :

$$D_n = b \cdot E_t \cdot (1+g) \quad (5)$$

ومن خلال التعويض في أرباح الأسهم في المعادلة (4) ينتج لدينا :

$$P_t = \frac{b E_t (1+g)}{(r-g)} \quad (6)$$

وبالتالي لوضع المعادلة (6) موضع التنفيذ نحتاج إلى تحديد نسبة الدفعات (b) ومعدل النمو في الإيرادات (g) والمعدل المطلوب للعائد على الأسهم. ويعتبر استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAMP) الأكثر شيوعاً وقبولاً في تحديد المعدل المطلوب للعائد على الأسهم في نظرية التمويل ويعطى بالمعادلة :¹

$$ER_i = ER_f + \beta_{im} (ER_m - ER_f)$$

حيث أن :

ER_i : المعدل المتوقع للعائد على السهم.

ER_f : معدل العائد المتوقع والخالي من المخاطر على الأصل F.

ER_m : معدل عائد حقيبة السوق.

ويرى الباحث أن النموذج السابق يفترض أن أرباح الأسهم سوف تنمو في المستقبل بشكل غير متناهي ، لكن في الواقع فإن الشركات قد تنمو بسرعة كبيرة في البداية إلا أن معدل النمو يبدأ بالتراجع عند نضوج العمل أو دخول منافسين في السوق ، وبالتالي فإن النماذج الحديثة في التقييم تفترض أن أرباح الأسهم تختلف من فترة لأخرى وتنمو بمعدلات مختلفة وهو ما يعتبر أكثر موضوعية وأقرب للواقع ، كما أن الشكل الأخير للنموذج السابق يعتمد على مؤشر ربحية السهم في تقييم السعر المستقبلي للسهم إلا أن تحكم السياسات الإدارية

¹ - Irvin N. Gleim .Dale L.Flesher , CMA Review, Thirteenth edition .Gleim Publication , inc. Florida 2006.

واختلاف الطرق المحاسبية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر أدت لتراجع دوره في عملية تقييم الأسهم .
وهنا كان لابد من معالجة تلك الإشكالية التي يطرحها البحث من خلال الانتقال إلى استخدام مؤشر بعيد عن تحكم السياسات الإدارية والطرق المحاسبية وتطوير النموذج السابق بإحلال مؤشر التدفق النقدي الحر مكان مؤشر الربحية وهو ما يهدف إليه البحث من إظهار لدور التدفق النقدي الحر في عملية تقييم الأسهم ، وهو ما سيتم التطرق له في الجزء التالي من هذا المبحث.

3- نموذج تقييم الأسهم باستخدام التدفق النقدي الحر:

وفقاً لنموذج التقييم السابق فإن القيمة السوقية للشركة تساوي للقيمة الحالية المخصومة لأرباح الأسهم المستقبلية كما هو مبين في المعادلة رقم (1).
ولبناء نموذج تقييم الأسهم وفقاً للتدفق النقدي الحر سيتم اعتماد المعادلة الشائعة عن مصادر واستخدامات التدفقات النقدية (أي التغير في رصيد النقدية سواء بالزيادة أو النقصان خلال الفترة t) والتي يعبر عنها بالمعادلة :

$$OCF_t + BOR_t = D_t + CAPEXP_t \quad (1)$$

حيث أن :

OCF_t : التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية بعد طرح مدفوعات النقدية على الفائدة خلال فترة t .

BOR_t : صافي الاقتراض من قبل الشركة خلال الفترة t .

$CAPEXP_t$: صافي التدفقات النقدية للاستثمارات الرأسمالية الجديدة في فترة t .

D_t : صافي التدفقات النقدية التي يمكن أن توزعها الشركة على حملة الأسهم .

من خلال المعادلة السابقة يمكن أن نرى أن للمنشأة مصدرين أساسيين للتدفقات النقدية

الداخلية وهما التدفقات النقدية التشغيلية والقروض التي تحصل عليها الشركة.

مع إمكانية أن يكون كلا التدفقيين سالبين عندما يكون التدفق النقدي الخارج أكبر من التدفق النقدي الداخل لأنشطتها التشغيلية عن تلك الفترة .

وللتبسيط سوف نفترض أن كلا التدفقيين هو تدفق نقدي صافي موجب ، ومن خلال المعادلة

نجد أن الجانب الأيسر يمثل التدفق النقدي الداخل في حين أن الجانب الأيمن يمثل استخدامان أساسيان للتدفقات النقدية من خلال توزيعات أرباح الأسهم والنفقات الرأسمالية .

كما يمكن أن تقوم الشركة بإعادة شراء أسهمها بدلاً من توزيع أرباح الأسهم وبالتالي تحل مكانها في المعادلة.

ويمكن للمنشأة أن تستثمر أموالها في أصول رأسمالية موجودة سابقاً لديها بدل من شراء أصول رأسمالية جديدة ، كما أن النفقات الرأسمالية يمكن أن تكون صافي تدفقات نقدية داخلية

¹ - Dennis J. THE FIVE KEYS STEPS TO VALUE INVESTING . Mc Graw- hill , inc. New York : 2003, p 263.

إذا استلمت المنشأة عائدات نقدية من بيعها للأصول الرأسمالية بشكل أكبر من إنفاقها النقدي للحصول على استثمارات رأسمالية جديدة. وللتبسيط سوف نفرض أن الجانب الأيمن للمعادلة يمثل تدفقات نقدية خارجة. ومن خلال تعريف التدفق النقدي الحر (FCF) والمتمثل في صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية مطروحاً منها صافي الإنفاق الرأسمالي ، وبفرض انعدام القروض المستقبلية في الشركة فإن المعادلة (1) سوف تصبح :

$$FCF = D_t \quad (2)$$

حيث أن :

$$FCF = OFC_t - CAPEXP_t$$

وهذا يعني أن الشركة يمكن لها أن توزع كامل التدفق النقدي الحر كتوزيعات أرباح الأسهم في أي فترة دون تخفيض لقيمة أسهما السوقية ، كما أن الشركة ليست بحاجة إلى اقتراض إضافي للمحافظة على المستوى الجاري للنمو في أنشطتها.

ومن خلال التعويض للمعادلة (2) بالمعادلة رقم (1) في النموذج السابق ¹ :

$$P_t = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+r)^n} \quad (3)$$

أي أن المعادلة (3) تفرض أن قيمة الأسهم في نهاية الفترة (t) تساوي لمجموع التدفقات النقدية الحرة المستقبلية المخصومة ، أي أن التدفق النقدي الحر حل مكان توزيعات أرباح الأسهم في معادلة التسعير ، وأنه لا وجود لإقتراضات مستقبلية واستخدام جميع التدفقات النقدية الحرة كتوزيعات أرباح للأسهم. وفي حال فرضنا أن الشركة استطاعت تحقيق ثبات في تدفقاتها النقدية الحرة ، أي أن التدفق النقدي الحر هو نفسه تقريباً في كل فترة مستقبلية ويسمى عندها بالتدفق النقدي الحر الراكد (AVGFCF) في تلك الحالة فإن الشركة سوف يكون لها قيمة سوقية :

$$P_t = AVGFCF \sum_{n=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^n} \quad (4)$$

¹ -332 Kenneth S. Hackel . and Joshualivnat . cash flow and security analysis , second edition . IRWIN , inc. New York :2000, p

$$\frac{1}{r} \text{ يمثل سلسلة هندسية والتي تتجمع في } \frac{1}{(1+r)^n} \text{ وبما أن مجموع}$$

فانه يمكن كتابة المعادلة الأخيرة بالشكل التالي :

$$Pt \frac{1}{AVGFCF} = \frac{1}{r} \quad (5)$$

حيث أن : $\frac{1}{AVGFCF}$ هو مضاعف التدفق لنقدي الحر.

AVGFCF

ويرى الباحث أن الشكل الأخير للمعادلة يشكل انحيازاً حذراً في تقييم الأسهم حيث أنها تفرض أن التدفقات النقدية الحرة لن تنخفض في المستقبل ، وأن أي ازدياد أو انخفاض للتدفق النقدي الحر في المستقبل سيؤدي إلى انخفاض أو ازدياد في القيمة السوقية الجارية للأسهم ، ويمكن أن تكون الافتراضات مبررة في الشركات التي تظهر مقدرة ثابتة لحد ما على توليد التدفقات النقدية الحرة والتي غالباً ما تعمل في صناعات مستقرة ، كما أن الافتراض بأن الشركة لن تحتاج إلى أي اقتراض إضافي في المستقبل لا يعني أن الشركة ليس لديها قروض جارية ، فأغلب الشركات يكون لديها بعض الديون في هيكل رأسمالها لتحصل على فرصة طرح نفقات الفائدة لأغراض ضريبية ، أي أن ذلك الافتراض يعني أن الشركة لن تكون بحاجة لزيادة الأموال من خلال قروض إضافية في سبيل استمرار نمو أنشطتها عند المستوى المطلوب وإجراء توسعاتها الرأسمالية ، لأنها تستطيع توليد تدفقات نقدية كافية من أنشطتها التشغيلية لتغطي بها جميع التدفقات النقدية الخارجة من أجل استبدال أصولها الرأسمالية والحصول على أصول رأسمالية جديدة.

إن النموذج الأخير يلبي الهدف من البحث والمتمثل في إحلال التدفقات النقدية الحرة بدلاً من الربحية في عملية تقييم الأسهم وحل إشكالية تحكم السياسات الإدارية والطرق المحاسبية في حساب مؤشر الربحية واستخدام مضاعف التدفق النقدي الحر في عملية تقييم الأسهم. ويرى الباحث أن النموذج الأخير يمكن استخدامه لتحديد الشركات التي تسعر أسهمها وفقاً للسوق ، لأنه عندما يكون مضاعف التدفق النقدي الحر هو نفسه مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الأسهم فإن الأسهم تكون عندها مسعرة وفقاً للسوق إلى حد ما ، أما إذا كان مضاعف التدفق النقدي الحر أكبر من مقلوب المعدل المطلوب للعائد فإن الأسهم سوف تكون عندها مسعرة بأكبر من قيمتها الحقيقية ، أي أن السعر السوقي الحالي أعلى من السعر المتوقع في المستقبل وبالتالي فإن التوقع هو أن سعر الأسهم سوف تنخفض في المستقبل ، لأن الجانب الأيمن من المعادلة يمكن أن يزداد بازدياد (Pt) أو انخفاض (AVGFCF) ، حيث أن AVGFCF مفروضة لتكون ثابتة تقريباً وبالتالي التغيير سيكون محصوراً في Pt .

والعكس بالعكس ، فإن الأسهم قد تكون مسعرة بأقل من قيمتها إذا كان مضاعف التدفق النقدي الحر أخفض من مقلوب المعدل المطلوب للعائد ، وبالتالي فإن توقعات النموذج بأن سعر السهم سوف يزداد في المستقبل.

إن هذا النموذج يشكل معياراً جديداً في عملية تقييم الأسهم واختيار الأسهم وفقاً لمؤشر التدفق النقدي الحر ولا يمكن الحكم على أداء المحفظة المكونة من تلك الأسهم إلا من خلال مقارنة أدائها مع محافظ استثمارية أخرى اختيرت وفقاً لمؤشرات أخرى ، حيث سيتم في المبحث التالي إجراء مقارنة في تشكيل المحافظ الاستثمارية المختارة بناء على مقاييس السعر بالنسبة للإيرادات وصافي التدفقات النقدية التشغيلية والتدفقات النقدية الحرة ومراقبة أداء كل منها وتحديد المقياس الأفضل بينها.

• المبحث الثالث : اختيار محفظة الأوراق المالية باستخدام مؤشرات التدفقات النقدية

في هذا المبحث سيتم تقديم ثلاثة أشكال من المحافظ الاستثمارية مشكلة وفق ثلاثة معايير ، الشكل الأول بالاعتماد على نسبة السعر إلى الإيرادات P/E ، والثاني على صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية OCF ، والثالث بناء على التدفق النقدي الحر FCF ، كما يتم وضع العديد من المعايير التي تحدد الشركات المرشحة وفقاً للهدف من الاستثمار.

١ -اختيار محفظة الأوراق المالية وفق مضاعف السعر السوقي للسهم P/E :

العديد من مدراء المحافظ الاستثمارية يستخدم نسبة P/E (Price Earnings Ratio) كأحد مؤشرات السوق عند تشكيل المحفظة الاستثمارية أو تقييم أداؤها ، حيث تضم هذه المحفظة وفق مؤشر P/E أسهم ذات P/E منخفضة يتم الاحتفاظ بها لفترة طويلة الأجل وأسهم ذات P/E مرتفعة يتم شراءها لتباع في الأجل القصير .^١

$$\text{ويحسب كما يلي} = \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{عائد السهم العادي}}$$

وفي بعض الحالات التي يتم فيها شراء أسهم ذات P/E مرتفعة لفترة طويلة تكون مبررة إذا كان هناك توقع للتدفقات النقدية للشركة بأن تنمو بمعدلات مرتفعة في المستقبل بشكل أكبر من الماضي أو حتى بمعدلات النمو الجارية.^٢

وعادة ما تكون الشركات ذات الانخفاض أو الارتفاع الشديد في نسبة P/E ذات رأسمال صغير ، حيث يرى الباحثون والخبراء الماليون أن أداء المحافظ الاستثمارية ذات أسهم الشركات صغيرة رأس المال أفضل من الشركات ذات رأس المال الكبير في حين يرى آخرون أن أثر P/E مستقل عن حجم رأس مال الشركات ، وإن شراء أسهم ذات P/E منخفضة لفترات طويلة واستخدام البيع على المكشوف لأسهم ذات P/E مرتفعة يعطي عائداً أكبر للمستثمر.^٣

وينظر إلى نسبة P/E على أنها تمثل عدد السنوات التي سوف يستمر فيها الاستثمار في تلك الأسهم من خلال السعر المدفوع على تلك الأسهم إلى العائدات على أسهم تلك الشركة ، وبالتالي كلما كانت الفترة أقصر كان الاستثمار أفضل.

إن نسبة P/E تفيد في تقدير الفترة اللازمة لاستعادة ما تم دفعه فقط في حال كانت الإيرادات مساوية للتدفقات النقدية الحرة وإذا كانت الإيرادات يتوقع لها أن تبقى عند نفس المستوى.^٤

^١ - Meigs , Robert F. And Meigs , walter B. Accounting The basis for business decisions , ninth edition .Mc Grath – hill , inc. New York :1993 , p112.

^٢ - Irvin N. Gleim .Dale L.Flesher ,CMA Review, business analysis, Thirteenth edition.Gleim Publication, inc.Florida 2006,p466

^٣ - Kenneth S. Hackel. and Joshualivnat . cash flow and security analysis, second edition. IRWIN, inc. New York :2000,p416

^٤ - Gallaghe , Timothy .J. and Joseph D. And Rew , Jr, Financial management , 2nd ed, prentichall , inc. Boston 2000 ,p223

^٥ - Kenneth S. Hackel. and Joshualivnat . cash flow and security analysis, second edition. IRWIN, inc. New York:2000,p416

وقد أظهرت الدراسات التي أجريت في الولايات المتحدة في السنوات الأخيرة أن المدراء الماليين الذين اقتصرُوا في قراراتهم الاستثمارية على نسبة P/E قد تحصلوا على عائدات ضعيفة مقارنة بمؤشر الأداء الأكثر شيوعاً في الولايات المتحدة الأمريكية S&P 500 (standard and poor's 500) .

كما أن مسابقة الاستثمار الأشهر (Skill or Luck) التي تنظمها مجلة وول ستريت والتي تعد المصدر الأكثر انتشاراً للأخبار المالية في الولايات المتحدة الأمريكية (Wall Street Journal) جرت من أجل تحديد القدرة على انتقاء الأسهم وضمتها للمحافظ الاستثمارية حيث قامت باختيار أربع محللين ماليين مختصين ، و قام كل منهم بتشكيل محفظة استثمارية على أن تكون الأسهم المختارة يتم التعامل بها في ثلاث أسواق مالية هي : (NASDAQ - AMEX - NYSE) . وتم حصر تلك المسابقة في الشركات التي لها رأسمال سوقي يقدر بـ 50 مليون دولار كحد أدنى في تاريخ تشكيل المحفظة لضمان مستوى معقول من توافر السيولة عند الاتجار بأسهم تلك الشركات .

كما تم اختيار أربعة مستثمرين غير مختصين يمكنهم الاشتراك بالمسابقة عن طريق إرسال خياراتهم بتشكيل محفظة أوراق مالية مكونة من أربعة أسهم عبر البريد الإلكتروني ، ويتم اختيار المستثمرين الأربعة بطريقة عشوائية. ويشكل مجموعة من محرري مجلة وول ستريت محفظة للأوراق المالية مكونة من أربعة أسهم أيضاً .

ويعلن كل مشترك عن الأساس الذي اعتمده في اختيار الأسهم التي شكل بها محفظته الاستثمارية ، وفي نهاية فترة الستة أشهر المحددة كزمن للمسابقة يتم إعلان نتائج أداء تلك المحافظ ، ويدعى الاثنين الأوائل من الفائزين للمشاركة في المسابقة التالية. ويتم اختيار الفائزين من خلال مقارنة أداء تلك المحافظ ومتوسط عائداتها مع مؤشر متوسطات داو جونز .

جرت تلك المسابقة بشكل دوري منذ عام 1990 وحتى عام 2002 حيث أوقفت المجلة المسابقات فيها.¹

أثبتت النتائج من واقع تلك المسابقة أن اختيار محفظة الأوراق المالية وفق نسبة P/E والاعتماد على المحافظ الاستثمارية طويلة الأجل حيث يصعب استخدام البيع على المكشوف للأسهم على مدى ستة أشهر كاملة ، لأنه يعتبر مكلفاً إذا ما تم لمدة طويلة من الزمن بالإضافة إلى أن الأسهم قد لا تكون متاحة للإقراض لفترة طويلة ، وبالتالي فقد تم اختيار P/E لأسهم الشركات التي يراد الاحتفاظ بها لفترة طويلة من الأجل ، أي أسهم الشركات ذات P/E المنخفضة لم تظهر أي تفوق في الأداء أو تفوق في متوسط عائداتها على مؤشر متوسطات داو جونز .

إن المشكلة التي تواجه مستخدمي نسبة P/E تتمثل في أن بعض الشركات تصرح عن إيرادات سالبة وبالتالي تصبح نسبة P/E غير قابلة للاستخدام في عملية التقييم ، أي يتوجب على المستثمر عند تقييم الأسهم وفق تلك النسبة تحديد الشركات التي لها P/E موجبة ثم تم

¹ - <http://online.wsj.com>

تشكيل المحفظة الاستثمارية في الشركات التي لها أقل نسبة P/E من بين الشركات الباقية في العينة المختارة من المجتمع الإحصائي.

وقد تم قياس أداء بعض المحافظ الاستثمارية المشكلة من قبل بعض الأساتذة المختصين في جامعة نيويورك وفق نسبة P/E المنخفضة مع الأخذ بعين الاعتبار الأهمية النسبية لكل سهم في السوق من خلال تثقيف أسهم تلك الشركات ومقارنة أدائها مع مؤشر الأداء (S&P 500) وذلك لفترة عشرة أعوام اعتباراً من تاريخ 12/31 / 1985 ، وقد أظهرت الدراسة أن المتوسط الحسابي للعائد السنوي على المحفظة المشكلة وفق نسبة P/E المنخفضة خلال فترة الدراسة لم تعطي أي تفوق في الإيرادات والأداء مقارنة بالمتوسط الحسابي للعائد السنوي وفقاً لمؤشر الأداء (S&P 500).¹

ويرى الدكتور إسماعيل إسماعيل أن الاستثمار استناداً إلى مضاعف السعر للأرباح إستراتيجية استثمارية محفوفة بالمخاطر لأنها أولاً تتجاهل الوجه الآخر لعملية الاستثمار وهي المخاطرة وثانياً تأثر هذه النسبة وبشكل كبير بمستوى الأرباح المعلن عنها والتي يمكن أن تتحكم فيها الشركة بشكل مصطنع ، إضافة إلى تجاهل حقيقة هامة وهي أن الأسعار الجارية للأسهم تنعكس في كثير من الأحيان على المعلومات المتاحة لعامة الناس عن الشركة وبذلك فإنه من المستبعد أن يتمكن المستثمر المتبع لتلك الإستراتيجية من تحقيق عوائد غير عادية وبشكل عام يمكن القول أن المشكلة الرئيسية التي تواجه نسبة مضاعف السعر إلى الأرباح هي مدى مناسبة المضاعف لظروف الشركة الحالية واحتمالات نموها المستقبلي، فالمضاعف المرتفع قد يرجع إلى مضاربات على الأسهم مما أدت إلى زيادة قيمته السوقية وأصبح سعر السهم مبالغ فيه وبالتالي فإن شراؤه في هذه الحالة يمثل صفقة خاسرة، كما قد يرجع إلى احتمالات نمو مستقبلي كبيرة مما يؤدي إلى رفع سعر السهم.

إن المضاعف قد يكون مناسباً في ظل الظروف العادية للسوق ولكن يصبح غير ملائم إذا اتخذت أسعار الأسهم في السوق اتجاه الهبوط ولمدة أشهر لأنه عند وجود سوق نشط وفعال وتوافر طرفي الصفقة (بائع - مشتري) للأسهم فإن المضاعف المنخفض للأسهم يشكل صفقة مغرية للمستثمر المرتقب مقارنة بالأسهم ذات المضاعف الأعلى هذا مع افتراض أن الشركة ذات المضاعف المنخفض تمثل شركة أعمال سليمة وقوية في السوق ، ومن ثم فإن المستثمر سينتظر ارتفاع ذلك المضاعف بناء على توقعات بارتفاع سعر السهم مبنية على معلومات غير متاحة لعامة الناس عن الشركة أو على دراسة سجل الأرباح السابقة وإمكانات النمو ليحصل على فرصة جيدة للبيع وتحقيق مكاسب رأسمالية .

أما إذا كان اتجاه أسعار الأسهم يأخذ منحى الهبوط المستمر نتيجة ظروف سيئة تحيط بقطاع أو سوق معين أو وصول أنباء سيئة عن ذلك القطاع إلى سوق الأوراق المالية فإن شراء أسهم ذات مضاعف منخفض قد لا تكون خياراً ملائماً ، وبالتالي قد يلجأ المستثمرون لشراء أسهم في قطاعات أخرى حتى لو كانت ذات مضاعف مرتفع إذا كان توقعهم بارتفاع أسعار تلك الأسهم مستقبلاً وعدم تأثرها بظروف السوق وبالمخاطر المرتبطة به .

وبشكل انهيار أسهم شركات النقل الجوي الأمريكية خصوصاً والعالمية عموماً عقب أحداث الحادي عشر من أيلول 2001 مثلاً على ذلك ، فبالرغم من أن مضاعف السعر السوقي

¹ - <http://www.nyu.edu/cgi-bin/search/NYUSearch.pl?query=p%2Fe+ratio&submit=go>

لأسهم تلك الشركات قد وصل لأدنى مستوياته إلا أن تلك الأسهم لم تكن خياراً ملائماً للمستثمرين نتيجة المخاطر التي ارتبطت بتلك الأسهم وانخفاض أسعارها لفترات طويلة مقابل إقبال المستثمرين على شراء أسهم ذات مضاعف سعر سوقي مرتفع في قطاعات أخرى . لذلك يجب على المحلل المالي أو المستثمر الرشيد أن يقوم بدراسة وتحليل بعض الأمور المتعلقة بالمضاعف قبل اتخاذ القرار الاستثماري وعدم الاعتماد على مؤشر واحد فقط لأنه لا يكون كافياً في جميع الأحوال، ومن أهم المقارنات التي يمكن أن يجريها المحلل المالي لمعرفة مدى مناسبة مضاعف السعر إلى الربحية لشركة ما مايلي:

◆ مقارنة مضاعف السعر / الربحية بمضاعف السنوات السابقة.

◆ مقارنة مضاعف السعر / الربحية في ضوء معدل العائد المتوقع.

◆ مقارنة مضاعف السعر / الربحية مع ما هو متوقع في ضوء احتمالات النمو المستقبلي للشركة وظروفها الحالية والمستقبلية.

◆ مقارنة مضاعف السعر / الربحية في ضوء ظروف السوق.

فعلى سبيل المثال إن انخفاض المضاعف لا يمثل بالضرورة صفقة مغرية فقد يرجع هذا الانخفاض إلى وصول أنباء سيئة من الشركة إلى سوق الأوراق المالية وبما ينعكس على سعر السهم في السوق كما قد يرجع هذا الانخفاض إلى تعرض الشركة لمخاطر كلية كبيرة أو احتمالات نمو مستقبلية ضعيفة¹.

إضافة لما سبق يرى الباحث أنه بالرغم من أن العديد من مدراء المحافظ الاستثمارية يستخدمون نسبة P/E في تقييم واختيار الاستثمارات إلا أن ذلك المعيار يتضمن العديد من السلبيات أهمها : إن افتراض أن نسبة P/E تمثل عدد السنوات اللازمة لاستعادة رأس المال المستثمر تعتبر بعيدة عن الواقع لأن إيرادات الشركات غالباً ما تتصف بالتقلب ، كما أن الشركات لا توزع كامل إيراداتها على المستثمرين وبالتالي ليصبح الافتراض بأن نسبة P/E تمثل عدد السنوات اللازمة لاستعادة الاستثمار صحيح فإنه يجب أن يتحقق استقرار في الإيرادات كما أنه يجب أن تتساوى الإيرادات مع التدفقات النقدية الحرة وأن يتم توزيع كامل التدفقات النقدية الحرة على المستثمرين . كما أنه عند تشكيل المحافظ الاستثمارية لفترات طويلة سنة أو أكثر فإنه يتم اختيار نسبة P/E المنخفضة للشركات ولا يمكن استخدامها لضم أسهم شركات ذات P/E مرتفعة والقيام بعمليات البيع على المكشوف.

بالإضافة إلى أن إيرادات الشركات قد تتأثر بالسياسات الإدارية واختلاف الطرق المحاسبية المستخدمة عند حسابها مما يؤدي لصعوبة في إجراء المقارنات بين نسب P/E للشركات المرشحة للاستثمار في أسهمها وهو ما تم التأكيد عليه في أهداف البحث من خلال تسليط الضوء على إشكالية قصور ذلك المؤشر في عملية اختيار الأسهم ، وإن وجود إيرادات سالبة للشركات يؤكد الإشكالية المطروحة في البحث والمتمثلة في عدم إمكانية استخدام نسبة P/E في الأوضاع الاقتصادية السيئة والتي قد تجعل الشركات تحقق خسائر وإيرادات سالبة وهو ما

¹ - إسماعيل إسماعيل " دور المحلل المالي في الأسواق المالية" . من أعمال الفعاليات العلمية لجمعية المحاسبين القانونيين السوريين ، دمشق، نيسان 2008.

حصل في الأزمة الاقتصادية العالمية الأخيرة ، وبالتالي تصبح نسبة P/E ملائمة فقط في الحالات التي تكون فيها إيرادات الشركة موجبة.
من خلال العرض السابق نجد أن نسبة P/E ليست المعيار الأفضل عند اختيار المحفظة الاستثمارية ، وبالتالي لابد من البحث عن معيار أفضل يتلافى السلبيات الموجودة في هذا المعيار وهو ما سيتم التعرض له لاحقاً.

٢ - اختيار محفظة الأوراق المالية وفق التدفقات النقدية التشغيلية الصافية:

من خلال الفقرة السابقة رأينا أن إستراتيجية الاستثمار بالاعتماد على نسبة P/E تفترض أن المستثمرين يرغبون بالاستثمار في الشركات التي لها نسبة P/E منخفضة لأن تلك الشركات لها فترات أقصر لاستعادة ما تم استثماره ، لكن في الواقع إن تلك الافتراضات صحيحة فقط في حال كانت الإيرادات والتدفق النقدي الحر متقاربين وإذا كان التدفق النقدي الحر ثابت أو مستمر في النمو عند نفس المعدل في المستقبل وهو ما يندر حدوثه. وكبديل عن نسبة P/E يرى بعض مدراء المحافظ الاستثمارية أن مضاعف التدفق النقدي التشغيلي الصافي يمكن أن يحل مكانها ، ويمثل ذلك المضاعف مقلوب التدفقات النقدية التشغيلية الصافية مضروبة بالقيمة السوقية للأسهم. ولتخفيض أثر التحيز في المعلومات لسنة معينة غالباً ما يستخدم المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية التشغيلية الصافية عن الأربع سنوات الأخيرة :^١

$$\frac{MVE}{AVG OCF}$$

حيث أن :

MVE (Market value of equity) : القيمة السوقية للأسهم.

AVG OCF : المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية التشغيلية الصافية عن أربع سنوات. ويرى المؤيدون لإستراتيجية الاستثمار وفق مضاعف التدفقات النقدية التشغيلية الصافية أنها تتفوق على إستراتيجية الاستثمار وفق نسبة P/E لعدة اعتبارات أهمها :^٢

- 1- إن نسبة P/E تتأثر باختلاف الطرق المحاسبية المستخدمة عند حساب الإيرادات بشكل عام وإيرادات الأسهم بشكل خاص.
- 2- إن صافي التدفقات النقدية التشغيلية متحررة من العديد من الافتراضات والتأثيرات التي تملئها السياسات الإدارية .
- 3- إن حساب متوسط التدفقات النقدية التشغيلية الصافية لأكثر من السنوات الأربع الأخيرة سوف يقدم لنا مقياس أكثر ملائمة لتوقع التدفقات النقدية التشغيلية الصافية في المستقبل ، كما أنه يقلل أثار التحيز في المعلومات لسنة معينة .

^١ - Irvin N. Gleim .Dale L.Flesher ,CMA Review, business analysis, Thirteenth edition.Gleim Publication, inc.Florida 2006,p459

^٢ - Kenneth S. Hackel. and Joshualivnat . cash flow and security analysis, second edition. IRWIN, inc. New York:2000,p426

كما أنه وفقاً للمعيار المحاسبي الأمريكي رقم 95 لعام 1987 (يعتبر صافي التدفقات النقدية من التشغيل كمقياس أفضل من العائدات النقدية على الاستثمار).

اعتباراً من عام 1988 حتى عام 1994 قام الدكتور (Joshua Livant) الأستاذ في قسم الإدارة بجامعة نيويورك بإجراء اختبارات على محفظة أوراق مالية يتم إعدادها وفقاً لمتوسط مضاعفات التدفقات النقدية التشغيلية الصافية ، حيث يتم قسمة القيمة السوقية للسهم بتاريخ تشكيل المحفظة على المتوسط الحسابي لصافي التدفقات النقدية التشغيلية الصافية عن الأعوام الأربع الأخيرة ويتم اختيار أسهم الشركات التي لها متوسط مضاعف تدفقات نقدية تشغيلي صافية منخفض ، بالإضافة لتحقيق تلك الشركات لتدفقات نقدية تشغيلية صافية موجبة.

وتم الأخذ بعين الاعتبار الوزن النسبي لكل من تلك الأسهم في السوق ، حيث تم تثقيف تلك الأسهم في محفظة الأوراق المالية المشكلة ، كما تم اختيار أسهم الشركات التي لها رأسمال سوقي يزيد عن 100 مليون دولار في تاريخ تشكيل المحفظة واختيار الأسهم التي يقل متوسط مضاعف التدفقات النقدية التشغيلية لها عن 20 % ، مع الإشارة إلى أنه كان يقوم بإخراج بعض الأسهم وضم أسهم جديدة لتلك المحفظة كل سنة حسب أدائها في السوق . ومن ثم تم قياس أداء تلك المحفظة من خلال مقارنة متوسط العائد السنوي خلال تلك الفترة على المحفظة الاستثمارية مع متوسط العائد السنوي عن نفس الفترة لمؤشر (S&P 500) الممثل ، حيث أظهرت نتائج تلك الدراسة عدم وجود أي تفوق في أداء تلك المحفظة على مؤشر (S&P 500) من حيث الإيرادات .¹

ويرى الباحث أن متوسط مضاعف التدفقات النقدية التشغيلية الصافية قد تجاوز العديد من الإشكاليات المرتبطة باختيار محفظة الأوراق المالية وفق مضاعف السعر السوقي للسهم P/E ولكنه مازال يعاني من إشكالية عدم إظهار مدى كفاية التدفقات النقدية التشغيلية لتغطية أنشطة المنشأة الأخرى وخاصة الاستثمارية والإنفاق الرأسمالي المخطط في تلك المنشأة.

لذلك كان لابد من اقتراح معيار آخر يتلافى تلك الإشكالية ، وهو ما سيتم التعرض له في الجزء الأخير من هذا المبحث من خلال استخدام معيار التدفق النقدي الحر في تشكيل المحافظ الاستثمارية ومقارنتها بالمحافظ الاستثمارية المشكلة وفق المعيارين المعروفين سابقاً.

¹ - Kenneth S. Hackel. and Joshualivnat . cash flow and security analysis, second edition. IRWIN, inc. New York:2000,p428

٣ - اختيار محفظة الأوراق المالية وفق التدفق النقدي الحر FCF :

يمثل التدفق النقدي الحر كما عرفناه سابقاً بأنه ذلك الجزء من النقد الذي يمكن أن يوزع على حملة الأسهم بدون إعاقة النمو المستقبلي للشركة وفق معدل نموها الجاري. إن هذه الإستراتيجية في اختيار الأسهم للمحفظة الاستثمارية توصي باعتماد مضاعف التدفق النقدي الحر المنخفض حيث أنه يقيس بدقة أكبر فترة استعادة الاستثمار ، إضافة إلى أنه أقل تأثراً من الإيرادات باختلاف الطرق المحاسبية والقرارات الإدارية حول أرباح الأسهم. كما أنه يجمع بين التدفقات النقدية التشغيلية والإنفاق الرأسمالي لإظهار مدى كفاية التدفقات النقدية التشغيلية المتولدة في الحفاظ على نمو الأصول الرأسمالية للشركة عند المستوى الجاري المخطط وازدياده ، وهو ما يحل الإشكالية المطروحة في البحث والتمثلة في قصور المعيارين السابقين في تحديد مدى كفاية التدفقات النقدية المتولدة في تغطية الأنشطة الرئيسية للمنشأة وعلى رأسها صافي إنفاقها الرأسمالي. في جزء سابق من البحث قمنا بوضع نموذج لتقييم الأسهم اعتماداً على التدفقات النقدية الحرة وفق افتراضات أساسية حول بقاء التدفق النقدي الحر ثابت عند مستوى وسطي لآخر أربع سنوات ، كما أن للشركة مستوى ديون منخفضة ومن المستبعد أن تحتاج للاقتراض في المستقبل .

ووفق هذه الفروض أظهرنا أن مضاعف التدفق النقدي الحر والذي يمثل القيمة السوقية لأسهم الشركة مقسومة على متوسط التدفق النقدي الحر لأربع سنوات يساوي مقلوب المعدل المطلوب للعائد على السهم (معدل الخصم) . بالتالي عند اختيار الشركات لضمها للمحفظة الاستثمارية فإننا نقوم بتحديد الشركات التي لها مضاعف تدفق نقدي حر منخفض لأن تلك الشركات قد تكون مسعرة بأقل من سعرها الحقيقي وبشكل مؤقت في السوق. وطالما أن متوسط التدفق النقدي الحر والمعدل المطلوب للعائد على الاستثمار ثابتين فإن بيع الأسهم بأقل من مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار سوف يكون متوقعاً لأن القيمة السوقية الجارية أقل من القيمة الفعلية.

لذلك يتم التركيز على مجموعة الشركات التي لها أدنى مضاعف تدفق نقدي حر عند تشكيل محفظة الأوراق المالية وفق التدفقات النقدية الحرة. في جزء سابق من البحث افترضنا عند إنشاء نموذج تقييم الأسهم أن التدفق النقدي الحر ثابت ، ولكن غالباً لا يتم ذلك وإنما يترافق نمو التدفق النقدي الحر مع نمو الشركات. فإذا افترضنا أن التدفق النقدي الحر ينمو مع مرور الزمن وفق معدل ثابت فإنه يمكن إنشاء نموذج جديد باستخدام نموذج خصم أرباح الأسهم الموزعة ، عوضاً عن توزيعات أرباح الأسهم يمكن الاستعاضة عنها بالتدفق النقدي الحر.

ويرى الباحث أن استبدال توزيعات أرباح الأسهم بالتدفق النقدي الحر يصبح أكثر جدوى في حال قررت الإدارة عدم سداد توزيعات الأرباح على حملة الأسهم ، لأن هذا النموذج يصبح عديم الفاعلية في حال تم اعتماد رقم توزيعات أرباح الأسهم في النموذج ولم تقرر الإدارة أية توزيعات للأرباح ، بالتالي فإن نموذج الخصم لأرباح الأسهم سوف يظهر قيمة الصفر من أجل السهم ما لم يكن هناك أية مقدار آخر يستعاض به عن توزيعات أرباح الأسهم.

إضافة لذلك فإن الإدارة لن تكون قادرة على التأثير عند حساب مقدار التدفق النقدي الحر من خلال سياساتها أو التغيير في الطرق المحاسبية.

بالتالي فإنه من خلال هذا النموذج لن يكون هناك أية مشكلة حول السياسة التي تتبعها الشركة في توزيع الأرباح على حملة الأسهم ، خاصة في الشركات التي تقوم باحتجاز جزء من أرباحها في سبيل القيام باستثمارات مستقبلية وعدم التركيز على توزيعات كبيرة بشكل آني وحصول انخفاض كبير في أرباحها المستقبلية.

فالعديد من المستثمرين يفضلون قيام الشركة باحتجاز جزء من الأرباح وإعادة استثمارها بشكل يؤدي لنمو الحصة النقدية للسهم نتيجة نمو حجم الاستثمارات التي يمثلها السهم ، ومن جهة أخرى رغم أن قيمة السهم تشتق من الحصص النقدية المتوقعة له فهذا لا يعني أن بوسع الشركات رفع أسعار أسهمها من خلال زيادة التوزيعات الحالية للسهم فحسب لأن اهتمام حملة الأسهم ينصب على الحصص النقدية العاجلة والآجلة ، بالتالي لا بد من حصول نوع من المبادلة بين التوزيعات النقدية الحالية والمستقبلية ، فالشركات التي توزع حصصاً نقدية كبيرة حالياً تحتجز وتعيد استثمار مبالغ أقل وهذا ما يؤدي إلى انخفاض أرباحها المستقبلية وبالتالي الحصص النقدية الموزعة ، والعكس بالعكس¹.

ومن هنا يمكن أن نرى أن المستثمرين أصحاب النظرة طويلة الأجل يفضلون التقييم طويل الأجل لاستثماراتهم ، خاصة أن الكثير من التجارب السابقة دلت على أن تركيز المدراء على الأرباح الربعية جاء من ارتباطها ببرامج تعويضات المدراء وعلاوات هؤلاء بالأرباح الحالية بدلاً من سعر السهم.

سوف يتم في البداية تعريف المتغيرات التي سنستخدمها في تحليلنا كالتالي :

V_t : قيمة الشركة في نهاية الفترة t ، حيث t هي الفترة التي سيتم خلالها الاحتفاظ بالأسهم وبافتراض أن الفترة (0) هي الفترة الجارية.

FCF_0 : التدفق النقدي الحر الناتج خلال الفترة الجارية.

FCF_t : التدفق النقدي الحر خلال الفترة t ، وللتبسيط تم الافتراض أن التدفق النقدي الحر سوف يتولد في نهاية الفترة t .

r : المعدل المطلوب للعائد على أسهم الشركة (حيث يفترض أن يبقى هذا المعدل ثابت خلال الفترة).

K : معدل نمو التدفق النقدي الحر من سنة مالية لأخرى ، مع افتراض أن ذلك المعدل سيبقى ثابت خلال جميع الفترات.

M : مضاعف التدفق النقدي الحر $(\frac{V_t}{FCF_t})$

¹ - برغام ، أيجن : "الإدارة المالية (1) مفاهيم أساسية وتقييم الأدوات المالية". ترجمة : محمد فتوح ، و محمد عبد الكريم . دار شعاع للنشر ، حلب : 2010 ص: 457.

تقوم الشركات المساهمة عادة بإجراء توزيعات نقدية على مساهميها ، لكن إدارات الشركات الرشيدة صاحبة النظرة طويلة الأمد لا تقوم بهذا الإجراء إلا في حال توافرت التدفقات النقدية الحرة لضمان استمرار نموها كما هو مخطط وإلا وقعت تلك الشركات في العجز مستقبلاً وستصبح عاجزة عن القيام بالتوزيعات النقدية السابقة مما ينعكس على قيمة أسهمها في السوق، بالتالي لا يمكن اعتماد رقم التوزيعات الحالية لقياس القيمة المستقبلية للأسهم لأنها قد تختلف من فترة لأخرى من جهة ولأن بعض الشركات قد لا تقوم بالتوزيعات من جهة أخرى وبالتالي تصبح قيمة السهم مساوية للصفر وفق نموذج النمو الثابت (constant growth model) أو نموذج Gordon نسبة إلى مبتكر النموذج والذي سننطلق منه للوصول إلى نموذج يعتمد على التدفقات النقدية الحرة بدلاً من التوزيعات النقدية.

وفقاً لنموذج Gordon فإنه يتم إيجاد قيمة السهم بشكل مماثل لإيجاد قيمة كافة الأصول المالية الأخرى وذلك بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من السهم مستقبلاً ، على أن التدفقات النقدية للسهم تتألف من مكونين اثنين هما :

- ١ - التوزيعات النقدية المتوقعة لكل سنة.
 - ٢ - السعر الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه إذا قام ببيع السهم . بالطبع يتضمن سعر البيع المتوقع قيمة الاستثمار الأصلي (سعر الشراء) إضافة إلى المكسب الرأسمالي المتوقع .
- بالتالي فإن القيمة المتوقعة في الفترة القادمة للشركة ستكون ^١:

$$V_0 = \frac{D_1}{1 + r} + \frac{V_1}{1 + r}$$

حيث أن D_1 تمثل التوزيعات النقدية المتوقعة عن الفترة القادمة والتي تساوي التوزيعات النقدية الحالية مضروبة بواحد مضاف له معدل النمو الثابت :

$$D_1 = D_0 (1 + K)$$

بفرض أن الشركة لم تقم بإجراء توزيعات نقدية فإن قيمة الشركة ستكون مساوية للصفر ، ويفقد هذا النموذج دوره في عملية تقييم الشركة .

وفق الفروض السابقة يرى الباحث أن الشركات قد تحتفظ بالتدفقات النقدية المتولدة بدلاً من توزيعها في سبيل إعادة استثمارها مرة أخرى وبالتالي يمكن إحلال تلك التدفقات النقدية والتي تمثل التدفقات النقدية الحرة في النموذج بدلاً من التوزيعات النقدية ، وبالتالي تصبح القيمة الحالية للشركة تعادل القيمة الحالية للتدفق النقدي الحر في الفترة التالية مضافاً لها القيمة السوقية للشركة في نهاية الفترة التالية .

ويمكن التعبير عنها وفق المعادلة التالية :

^١ - برغام ، أيجن : "الإدارة المالية (1) مفاهيم أساسية وتقييم الأدوات المالية" . ترجمة: محمد فتوح ، و محمد عبد الكريم . دار شعاع للنشر ، حلب : 2010. ص: 454.

$$V_0 = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{V_1}{1+r} \quad (1)$$

وباستبدال V_1 في المعادلة أعلاه بالقيمة الحالية للتدفق النقدي الحر من الفترة التالية مضافاً لها قيمة الشركة عن الفترة التالية V_2 ، تصبح المعادلة :

$$V_0 = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{V_2}{(1+r)^2} \quad (2)$$

ومن خلال التعويض بشكل مشابه لكل القيم المستقبلية للشركة وبفرض أن المستثمر يود الاحتفاظ بالسهم إلى مالا نهاية تصبح لدينا المعادلة :

$$V_0 = \frac{FCF_1}{1+r} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCF_\infty}{(1+r)^\infty} \quad (3)$$

وبافتراض أن التدفق النقدي الحر ينمو بمعدل ثابت k فإننا سوف نحصل على السلسلة التالية :

$$V_0 = \frac{FCF_0(1+k)}{1+r} + \frac{FCF_0(1+k)^2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_0(1+k)^3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCF_0(1+k)^\infty}{(1+r)^\infty} \quad (4)$$

إن السلسلة السابقة تشكل سلسلة هندسية ، وباستخدام صيغة الجمع لتلك السلسلة نحصل على المعادلة التالية :

$$V_0 = FCF_0 \sum_{t=0}^{\infty} \left(\frac{(1+k)^t}{(1+r)^t} \right) \quad (5)$$

وتصبح المعادلة :

$$V_0 = \frac{FCF_0 (1+k)}{(1+r)} \cdot \frac{1}{1 - \frac{(1+k)}{(1+r)}} \quad (6)$$

ومن خلال تبسيط المعادلة السابقة ، ينتج لدينا :

$$V_0 = FCF_0 \frac{(1+k)}{(r-k)} \quad (7)$$

لذلك نحصل على مضاعف التدفق النقدي الحر كالتالي :

$$M = \frac{V_0}{FCF_0} = \frac{1+k}{r-k} \quad (8)$$

ويشترط في هذا النموذج أن يكون معدل العائد المطلوب على السهم أكبر من معدل النمو المتوقع ($k < r$) لأنه سيعطي قيمة سالبة للسهم وهو أمر غير منطقي. ويمكننا ملاحظة أنه عندما يكون معدل نمو التدفق النقدي الحر مفروض ليكون مساوي للصفر ($k = 0$) فإن المعادلة (8) ستعود ليكون مضاعف التدفق النقدي الحر مساوي لمقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار $1/r$.

كما يمكن لنا أن نرى أن مضاعف التدفق النقدي الحر شديد الحساسية للفرق بين المعدل المطلوب للعائد ومعدل نمو التدفق النقدي الحر فكلما كبر هذا الفرق انخفض مضاعف التدفق النقدي الحر ، وهو ما يوصي به هذا البحث من خلال اختيار الأسهم ذات مضاعف التدفق النقدي الحر المنخفض.

وقد أظهرت قائمة أكثر الشركات تميزاً في الولايات المتحدة عام 2003 التي تعلنها مجلة Fortune الأمريكية والمتخصصة في القضايا المالية أنه بالعودة إلى النتائج المالية للشركات العشر خلال السنوات الخمس السابقة قد حققت تدفقات نقدية حرة مرتفعة مما انعكس على سعر أسهمها في السوق وقد حققت أسهم هذه الشركات في المتوسط معدل عائد وصل إلى 11.9% سنوياً ، وهذا المعدل يعد كبيراً جداً إذا ما قورن بالانخفاض السنوي في قيمة مؤشر (S&P500) خلال الفترة ذاتها والذي وصل إلى 1.9%¹. كما يرى الباحث أن التدفق النقدي الحر يفيد المستثمرين في بحثهم عن أسهم مسعرة مؤقتاً بأقل من قيمتها في السوق ، حيث تكون تلك الأسهم مقيمة بأدنى من قيمتها الحقيقية والتي تكون في الواقع أعلى.

إن اعتماد مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر ساعد في حل الإشكالية المطروحة في البحث عند اعتماد مؤشر ربحية السهم إلى إيراداته نتيجة تحكم السياسات الإدارية والطرق المحاسبية في حساب الربحية ، كما أنه عالج إشكالية عدم إظهار مدى كفاية التدفقات النقدية التشغيلية لتغطية أنشطة المنشأة الأخرى وخاصة الاستثمارية والإنفاق الرأسمالي المخطط في تلك المنشأة ، وإعطاء صورة عن توجهات الإدارة المستقبلية والتي قد تعطي عائدات كبيرة مستقبلاً أو العكس.

كما يظهر العرض السابق أهمية التدفقات النقدية الحرة في تقييم الأسهم واختيارها عند تشكيل المحفظة الاستثمارية وهو ما يتوافق مع الهدف من البحث ، كما يؤكد فرض البحث

¹ - برغام ، أيجن : "الإدارة المالية (1) مفاهيم أساسية وتقييم الأدوات المالية" . ترجمة: محمد فتوح ، و محمد عبد الكريم . دار شعاع للنشر ، حلب : 2010 . ص: 10.

بتفوق معيار التدفق النقدي الحر على معياري التدفق النقدي التشغيلي ونسبة السعر إلى العائد P/E عند تشكيل محفظة الأوراق المالية.

الفصل الثالث

الدراسة الميدانية

• المبحث الأول : دراسة تطبيقية على بيانات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

- ١ - سوق دمشق للأوراق المالية في سطور .
- ٢ - إجراءات الدراسة .
- ٣ - تقييم الأسهم وفق مضاعف السعر السوقي للسهم P/E (النموذج المستخدم في شركات الوساطة المالية المرخصة في سورية) .
- ٤ - تقييم الأسهم وفق مؤشر التدفق النقدي الحر FCF (النموذج المقترح) .
- ٥ - مقارنة بين نتائج النموذج المستخدم P/E والنموذج المقترح FCF .

• المبحث الثاني : المسح الإحصائي الميداني

- ١ - مجتمع وعينة الدراسة .
- ٢ - أداة الدراسة .
- ٣ - اختبار الصدق والثبات .
- ٤ - تحليل بيانات الدراسة :
 - أ - توزيع العينة على المتغيرات الفرعية .
 - ب - اختبار فرضيات البحث .

• المبحث الثالث : نتائج وتوصيات البحث

- أولاً - النتائج .
- ثانياً - التوصيات .

مقدمة :

تم تصميم الدراسة في هذا البحث من خلال تنفيذ دراسة ميدانية في سوق دمشق للأوراق المالية وإجراء مقابلات مع إدارة وبعض موظفي السوق والقيام بمسح إحصائي من خلال توزيع استبانة على العاملين فيها والمستثمرين والمضاربين الذين يحضرون جلسات التداول على أرض السوق والوسطاء الماليين التابعين لشركات الوساطة المالية بالإضافة لموظفين ومدراء شركات الوساطة المالية المرخصة للعمل في الجمهورية العربية السورية وعلى بعض أساتذة قسم المحاسبة في كلية الإقتصاد بجامعة دمشق وتحليل نتائج تلك الاستبانة.

بالإضافة إلى المسح الإحصائي تم إجراء دراسة تطبيقية على بيانات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق وعلى المؤشرات وأسعار الأسهم وحركات التداول المنشورة من قبل السوق وتطبيق المؤشر المقترح في البحث على تلك البيانات وتحليل أثرها على أسعار الأسهم ومقارنة نتائجها مع أداء مؤشر مضاعف السعر السوقي للسهم المستخدم من قبل شركات الوساطة المالية في سورية.

وانطلاقاً من ذلك يجد الباحث لزماً عليه تقديم عرض موجز عن سوق دمشق للأوراق المالية وبيان دورها في إدراج وتداول الأوراق المالية والأوراق المالية المتداولة فيها .

• المبحث الأول : (دراسة تطبيقية على بيانات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)

١ - سوق دمشق للأوراق المالية في سطور:

تأسست سوق دمشق للأوراق المالية بموجب المرسوم التشريعي رقم 55/ بتاريخ : 10/ 10/ 2006 والذي نص على إنشاء سوق للأوراق المالية في سورية تعرف باسم " سوق دمشق للأوراق المالية " .

ونص المرسوم على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري و ترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها بحيث يكون المقر الرئيسي للسوق مدينة دمشق ، كما نص قانون السوق على أنه يجوز بقرار من مجلس الوزراء تحويل السوق إلى شركة مساهمة مملوكة من قبل أعضاء السوق عند توفر المناخ الملائم لذلك مع بقائها خاضعة لإشراف الهيئة^١.
يدير السوق مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء يسمون بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على اقتراح من مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
يتضمن المجلس:

١ - عضوين ممثلين عن اثنين من الشركات المساهمة المصدرة للأوراق المالية الأعضاء في السوق.

٢ - عضوين ممثلين عن اثنين من شركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها.

٣ - ثلاثة أعضاء من أصحاب الخبرة والمؤهلات في الأسواق المالية يختارهم المجلس.

٤ - عضو ممثل عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

٥ - عضو ممثل عن مصرف سورية المركزي.

كما يُعين مدير تنفيذي للسوق، ونائب له بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على توصية من مجلس مفوضي الهيئة، واقتراح من مجلس إدارة السوق.
وتكون العضوية في السوق إلزامية قانوناً لكافة شركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها باستثناء شركات الاستشارات المالية ذات المسؤولية المحدودة والشركات المصدرة للأوراق المالية التي يتم قبول إدراج أسهمها في السوق ، حيث يحدد نظام العضوية في السوق شروط ومتطلبات العضوية ومسؤولياتها.

وأوضح السيد مدير الإدراج والعمليات في السوق على أن مهام سوق دمشق للأوراق المالية تنحصر في وضع وتطبيق إجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفو وشفاف للأوراق المالية والتأكد من تحقيق الشركات المساهمة لمتطلبات إدراج أسهمها وتوفير معلومات صحيحة عن الأوراق المالية المدرجة في السوق ، كما تقوم إدارة السوق بوضع المعايير المهنية لشركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها ومعايير التدريب والخبرة لأعضائها والتحقق

^١ - المرسوم التشريعي / 55 / لعام 2006 " قانون سوق الأوراق المالية " .

من قوة ومثانة الأوضاع المالية لشركات الوساطة المالية من خلال المراجعة الدورية لمدى التزامها بمعايير كفاية رأس المال ، بالإضافة لإعداد ونشر البيانات والتقارير والمؤشرات عن أداء ونشاط السوق وحركة التداولات والأسعار والقيم السوقية والدفترية للأوراق المالية المدرجة وإجراء عمليات المقاصة والتسوية.

ويتم تداول الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية وفقاً لمبدأ المزاد المستمر Continuous Auction كما أوضح أن عملية شطب الأوامر وإلغاء تنفيذها مسموحة لكن بما يتناسب مع أنظمة السوق ، أما بالنسبة للبيع الآجل و البيع على الهامش أو إقراض واقتراض الأسهم فهو غير مسموح به حالياً.

ويتم التسوية والمقاصة في سوق دمشق في اليوم الثاني (T+2) أي بعد التداول بيومين ، وتتعامل السوق مع بنك تسوية وحيد هو مصرف سورية المركزي بحيث يتوجب على الوسطاء القيام بعمليات تسوية صافي حساب معاملاتهم عن طريقه.

تقسم سوق دمشق للأوراق المالية إلى :

• السوق النظامية

• السوق الموازية ، وتشمل: 1- السوق الموازية أ

2- السوق الموازية ب

وتتوفر إمكانية نقل إدراج الشركة من السوق الموازية وإليها بقرار من المدير التنفيذي للسوق وبحسب شروط الإدراج التي تحققها الشركة.

يتم حالياً تداول أسهم الشركات المساهمة السورية المدرجة في السوق مقسمة إلى القطاعات التالية:

١ القطاع الزراعي.

٢ قطاع التأمين.

٣ قطاع البنوك.

٤ القطاع الصناعي.

٥ قطاع الخدمات.

مع إمكانية إدراج شركات مساهمة جديدة من قطاعات أخرى مختلفة ، بالإضافة للأسهم ستقوم السوق بإدراج :

١ الأوراق المالية الحكومية الصادرة عن الجمهورية العربية السورية (أذونات - سندات).

٢ وحدات صناديق الاستثمار المشترك.

٣ الصكوك الإسلامية.

٤ وأدوات الدين التي تصدر عن الشركات المساهمة السورية.

٥ -الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار.

يبلغ عدد الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بتاريخ 2010/9/30 18 شركة موزعة على عدة قطاعات وفق الجدول التالي :

جدول رقم (9) الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

قطاع المصارف		قطاع التأمين		قطاع الخدمات		قطاع الصناعة		قطاع الزراعة	
اسم المصرف	الرمز	اسم الشركة	الرمز	اسم الشركة	الرمز	اسم الشركة	الرمز	اسم الشركة	الرمز
عودة	BASY	السورية الدولية	AROP	المتحدة للإعلان	UG	الأهلية للزيوت	AVOC	نماء الزراعية	NAMA
سورية الاسلامي	SIIB	المتحدة	UIC	الأهلية للنقل	AHT				
العربي	ARBS	الوطنية	NIC						
بيبيلوس	BBS	العقيلة	ATI						
سورية و المهجر	BSO								
الدولي للتجارة والتمويل	IBTF								
الأردن	BOJS								
بيمو	BBSF								
قطر الوطني	QNBS								
سورية و الخليج	SGB								

تم اعتماد المؤشر (DWX) مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية لقياس أداء السوق من ارتفاع وانخفاض ، كما تم اعتماد جلسة 2009/12/31 يوم بداية احتساب المؤشر (يوم الأساس) ، وتم تحديد عدد نقاط البداية للمؤشر في هذا التاريخ بقيمة 1000 نقطة^١ .
وبدأ السوق بنشر نتائج جلسات التداول وأسعار الأسهم والتغيرات الحاصلة فيها (نشرة التداول) بالإضافة إلى أداء المؤشر DWX اعتباراً من جلسة التداول بتاريخ 2010/1/4 وهو التاريخ الذي اعتمده الباحث كيوم أساس لدراسة تغير أسعار الأسهم بإعتباره يمثل أول جلسة تداول في عام 2010.

وسيتم استخدام بيانات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية في حساب مؤشري التدفق النقدي الحر ومضاعف السعر السوقي للسهم بتاريخ 2010/1/1 وتحديد الأسهم الأفضل وفق كل مؤشر ومقارنته بأداء السهم الفعلي بعد ذلك التاريخ من خلال حركة أسعار كل سهم عبر الأرباع الثلاث الأولى من عام 2010 ، ومن ثم تحديد أي المؤشرين أفضل في تقييم الأسهم.

^١ - www.dse.sy

٢ - إجراءات الدراسة :

• مجتمع الدراسة :

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والبالغ عددها 18 شركة مساهمة يتم تداول أسهمها في السوق.

• عينة الدراسة :

شملت عينة الدراسة 14 شركة مساهمة وهي " بنك بيمو السعودي الفرنسي ، بنك عودة ، بنك سورية الدولي الإسلامي ، بنك سورية والمهجر ، بنك سورية والخليج ، البنك الدولي للتجارة والتمويل ، البنك العربي ، السورية الدولية للتأمين ، السورية الوطنية للتأمين ، المتحدة للتأمين ، المتحدة للنشر والإعلان ، نماء الزراعية ، الأهلية للنقل ". وتشكل تلك العينة 77% من مجتمع الدراسة ، حيث تم استثناء الشركات التالية:
١ بنك الأردن ، لعدم توافر بيانات مالية كافية لسنوات الدراسة بسبب مزاوله المصرف لنشاطه في عام 2009 .

٢ بنك قطر الوطني ، لعدم توافر بيانات مالية كافية لسنوات الدراسة بسبب مزاوله المصرف لنشاطه في عام 2009 .

٣ الأهلية للزيوت النباتية ، لعدم توافر بيانات مالية منشورة عن عام 2007.

٤ العقيلة للتأمين التكافلي ، لعدم مضي فترة كافية على تداول سهم الشركة ، حيث بدأ التداول على السهم في سوق دمشق للأوراق المالية بتاريخ 25-8-2010 ، و الفترة الفاصلة بين هذا التاريخ و تاريخ نهاية الدراسة (30-9-2010) لم تكن كافية للحكم على أداء هذا السهم بشكل صحيح وموضوعي.

وقد تم اختيار تلك العينة بعد أن استوفت الشروط التالية :

١ أن تكون الشركة قد تأسست قبل عام 2007 لكي تتوفر البيانات المالية السنوية الكافية لحساب متغيرات الدراسة .

٢ أن تنتهي السنة المالية لتلك الشركات في 31 كانون الأول من كل عام وهو تاريخ تقديم البيانات المالية الختامية.

٣ توافر القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات.

٤ أن يمضي على تداول السهم في سوق دمشق للأوراق المالية فترة شهرين فأكثر.

• خطوات الدراسة :

١ - تم جمع القوائم المالية الختامية للشركات المساهمة المشمولة في عينة الدراسة للسنوات بين عامي 2007-2009 من خلال التقارير المالية المنشورة لتلك الشركات.

٢ - تم جمع النشرات الدورية لأسهم الشركات الصادرة عن سوق دمشق للأوراق المالية لتحديد القيمة السوقية لأسهم الشركات المشمولة في عينة الدراسة.

٣ - حساب مكرر الربحية لأسهم الشركات المشمولة في عينة الدراسة ومقارنة الأداء المفترض لتلك الأسهم مع حركة أسعارها عن الفترة الممتدة بين 4-1-2010 وحتى تاريخ 30-9-2010.

- ٤ حساب مؤشر التدفق النقدي الحر ومن ثم تقييم أسهم الشركات المشمولة في عينة الدراسة بتاريخ 4-1-2010 ومقارنة الأداء المفترض لتلك الأسهم مع حركة أسعار تلك الأسهم عن الفترة الممتدة بين 4-1-2010 وحتى تاريخ 30-9-2010.
- ٥ إجراء مقارنة بين النتائج المتحصلة من التقييم وفق المؤشرين السابقين.

٣ -تقييم الأسهم وفق مضاعف السعر السوقي للسهم P/E (النموذج المستخدم في شركات الوساطة المالية المرخصة في سورية):

تعتمد معظم شركات الوساطة والخدمات المالية في سورية على مؤشر مضاعف السعر السوقي للسهم P/E عند تقديم المشورة لعملائها واقتراحها للاستثمار الأفضل في الأسهم سواء عبر مواقعها الإلكترونية أو عبر النشرات التي تصدرها ، والقاعدة الأساسية في الاستثمار وفق هذا المؤشر هي شراء الأسهم ذات P/E المنخفضة لأنه ينظر إلى تلك النسبة على أنها تمثل عدد السنوات اللازمة لاستعادة السعر المدفوع على تلك الأسهم وبالتالي كلما كانت تلك الفترة أقصر كلما كان الاستثمار أفضل.

وللتحقق من صحة الافتراض السابق قام الباحث بحساب مؤشر P/E لأسهم الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بعد استثناء أربع شركات مساهمة كونها حديثة العهد في السوق السورية وعدم توفر بيانات مالية سنوية لتلك الشركات ، وهي : بنك الأردن - بنك قطر الوطني - الشركة الأهلية للزيوت النباتية - العقيلة للتأمين التكافلي .

تم افتراض أن عملية تقييم الأسهم قد بدأت بتاريخ 4-1-2010 كما أشرنا سابقاً وبالتالي تم حساب مضاعف السعر السوقي للأسهم (مكرر الربحية) في ذلك التاريخ ، ومن ثم تم ترتيب أسهم تلك الشركات وفق نسبة P/E الخاص بها ابتداءً من الأصغر حتى الأكبر ، ووفق الافتراض السابق كلما كانت النسبة P/E أصغر كلما كان الاستثمار في ذلك السهم مجدي أكثر ، وكانت النتائج وفق الجدول التالي :

جدول رقم (10) مضاعف السعر السوقي P/E بتاريخ 2010-1-4

مضاعف الربحية P/E	سعر السهم بتاريخ 2010-1-4	ربحية السهم بتاريخ 2010-1-1	الشركة
6.33	ل.س. 670	105.91	السورية الوطنية للتأمين
8.85	ل.س. 1,173	132.58	الأهلية للنقل
9.91	ل.س. 1,403	141.63	البنك الدولي للتجارة و التمويل
10.83	ل.س. 1,141	105.37	بنك سورية و المهجر
13.01	ل.س. 575	44.2	بنك بيلوس
15.13	ل.س. 883	58.36	المتحدة للتأمين
15.32	ل.س. 1,914	124.91	بنك عودة
16.18	ل.س. 1,639	101.31	بنك بيمو السعودي الفرنسي
17.42	ل.س. 640	36.74	السورية الدولية للتأمين
17.95	ل.س. 527	29.36	المتحدة للنشر والاعلان
23.33	ل.س. 700	30	نماء الزراعية
36.51	ل.س. 1,116	30.57	بنك العربي
40.46	ل.س. 1,081	26.72	بنك سورية الاسلامي
1350.06	ل.س. 446	0.33	بنك سورية والخليج

تم حساب مكرر الربحية P/E والذي يساوي لسعر السهم إلى ربحية السهم كالتالي :

$$\text{مضاعف الربحية} = \frac{\text{سعر السهم بتاريخ 2010-1-4}}{\text{ربحية السهم بتاريخ 2010-1-1}}$$

التحليل :

وفق النتائج المعروضة في الجدول السابق فإن سهم السورية الوطنية للتأمين اعتماداً على استراتيجية الاستثمار وفق مؤشر P/E يعتبر الخيار الأفضل للاستثمار كونه يحقق أدنى مكرر للربحية بين الأسهم ، ومن ثم سهم الأهلية للنقل وهكذا وصولاً إلى سهم بنك سورية والخليج .

بالتالي فإن المستثمر بتاريخ 2010-1-4 سوف يقرر أن يشتري الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية وفقاً للترتيب المعروض في الجدول السابق وسيستظر ارتفاع سعر السهم والذي يفترض أن يتوافق مع مؤشر P/E ، أي كلما كانت نسبة P/E منخفضة أكثر كان الارتفاع في سعر السهم أكبر ، واعتماداً على جداول تغيرات أسعار الأسهم المعروضة في الملاحق تم استنتاج الجدول التالي والذي يعبر عن تغير أسعار الأسهم المدروسة خلال الفترة الممتدة من

2010-1-4 وحتى 2010-9-30 والمرتبة حسب التغير في سعر السهم من الأعلى حتى الأدنى :

جدول رقم (11) التغير في أسعار الأسهم بين 2010/1/4 وحتى 2010/9/30

الشركة	سعر السهم بتاريخ 2010-1-4	سعر السهم بتاريخ 2010-9-30	التغير في سعر السهم
بنك عودة	ل.س. 1,914.00	ل.س. 2,750.07	ل.س. 836.07
بنك سورية الاسلامي	ل.س. 1,081.05	ل.س. 1,694.16	ل.س. 613.11
بنك العربي	ل.س. 1,116.00	ل.س. 1,661.42	ل.س. 545.42
بنك بيمو السعودي الفرنسي	ل.س. 1,639.00	ل.س. 2,131.95	ل.س. 492.95
بنك سورية و المهجر	ل.س. 1,141.00	ل.س. 1,603.53	ل.س. 462.53
بنك بيلوس	ل.س. 575.00	ل.س. 994.50	ل.س. 419.50
نماء الزراعية	ل.س. 700.00	ل.س. 854.50	ل.س. 154.50
المتحدة للتأمين	ل.س. 883.00	ل.س. 1,020.50	ل.س. 137.50
السورية الدولية للتأمين	ل.س. 640.00	ل.س. 765.50	ل.س. 125.50
البنك الدولي للتجارة و التمويل	ل.س. 1,403.22	ل.س. 1,507.36	ل.س. 104.14
السورية الوطنية للتأمين	ل.س. 670.00	ل.س. 770.50	ل.س. 100.50
بنك سورية والخليج	ل.س. 446	ل.س. 532	ل.س. 86.48
الأهلية للنقل	ل.س. 1,173	ل.س. 1,128	ل.س. (45.00)
المتحدة للنشر والاعلان	ل.س. 527.00	ل.س. 469.75	ل.س. (57.25)

* التغير في سعر السهم بين قوسين يشير إلى مقدار الانخفاض في قيمة السهم.
* التغير في سعر السهم = سعر السهم بتاريخ 2010/1/4 - سعر السهم بتاريخ 2010/9/30.

إن النتائج المبينة في الجدول السابق تظهر تعارضاً مع الافتراضات المبينة على أساس مؤشر مكرر الربحية P/E والتي تفترض تحقيق الأسهم ذات مكرر الربحية الأقل لعائدات رأسمالية أكبر في حين أن ذلك لم يتحقق من خلال النتائج المعروضة بتاريخ 2010-9-30. حيث أن أسهم السورية الوطنية للتأمين وأسهم الشركة الأهلية للنقل وأسهم البنك الدولي للتجارة والتمويل والتي يفترض بها أن تحقق العائدات الأكبر بين أسهم الشركات المدروسة (عينة الدراسة) وفق مؤشر P/E تحصلت على العائدات الأدنى من حيث أداء تلك الأسهم في السوق وحلت ضمن المراتب الخمس الأخيرة في ترتيب الأسهم المدروسة والبالغ عددها 14 سهم من حيث التغير في سعر السهم.

حيث حقق سهم السورية الوطنية للتأمين زيادة في القيمة السوقية مقدارها (100.5 ل.س) وسهم بنك التجارة والتمويل زيادة مقدارها (104.14 ل.س) في حين حقق سهم الأهلية للنقل إنخفاض في قيمته السوقية بلغ (45 ل.س) ، من جهة أخرى نجد أن سهم بنك عودة الذي تحصل على تقييم متوسط وفق مؤشر P/E حقق أعلى ارتفاع في القيمة السوقية لأسعار الأسهم المدروسة وبلغت (836.07 ل.س) إضافة إلى مصرفي سورية الدولي الإسلامي والبنك العربي اللذان تحصلا على تقييم منخفض لأسهمهما وفق مؤشر P/E ، نجد أنهما حلا في المرتبتين الثانية والثالثة على التوالي من حيث الإرتفاع في القيمة السوقية لأسعار الأسهم، حيث حقق بنك سورية الإسلامي زيادة مقدارها (613.11 ل.س) بينما حقق سهم البنك

العربي ارتفاعاً بمقدار (545.42) ، كذلك الأمر بالنسبة لسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي الذي حصل على تقييم متوسط أيضاً وفق مؤشر P/E قد حقق ارتفاعاً جيد في سعر السهم بمقدار (492.95 ل.س) .

وبالنظر إلى أداء سهمي بنك سورية والمهجر وبنك بيبيلوس يمكن أن نجد أنهما السهمين الوحيدين المنسجمين مع الأداء المتوقع منهما وفق تقييم مؤشر P/E من أصل عينة الدراسة ككل ، في حين جاءت النتائج الفعلية لأداء الأسهم الأخرى عند نهاية فترة الدراسة في العينة مخالفة للتقديرات المتوقعة وفق مؤشر P/E .

وبالتالي كانت نسبة الصحة في تقييم الأسهم وفق مؤشر P/E حوالي 15% تقريباً وهي نسبة منخفضة جداً ولم تستطع عكس توقع صحيح للتغير في قيمة السهم المستقبلية . واستناداً للنتائج السابقة المعروضة في الدراسة التطبيقية بالإضافة إلى نواحي القصور العديدة المرتبطة بمؤشر P/E والتي تم التطرق لها سابقاً يمكن القول أن مؤشر مكرر الربحية P/E عجز عن إعطاء صورة واضحة عن تحركات أسعار الأسهم المستقبلية حيث جاءت معظم النتائج الفعلية مخالفة للتوقعات وفق هذا المؤشر ، كما أن تشكيل محفظة استثمارية وفق هذا المؤشر لن يظهر أي تفوق واضح في العائدات والأداء على المؤشرات الأخرى . وللحكم أكثر على أداء هذا المؤشر كان لا بد من مقارنة النتائج المستخلصة من تطبيقه على بيانات عينة الدراسة مع النتائج المتحصلة من تطبيق مؤشر تقييم الأسهم المقترح في البحث " التدفق النقدي الحر " على نفس بيانات عينة الدراسة ، وهو ما سيتم اختباره في الجزء التالي من البحث .

٤ - تقييم الأسهم وفق مؤشر التدفق النقدي الحر FCF (النموذج المقترح):

تعتمد استراتيجية الاستثمار وفق هذا المؤشر على تقييم الاسهم باستخدام مضاعف التدفق النقدي الحر والذي يساوي للقيمة السوقية للشركة مقسوماً على التدفق النقدي الحر.

$$M = \frac{V}{FCF}$$

حيث أن :

M : مضاعف التدفق النقدي الحر .

FCF : التدفق النقدي الحر .

V : القيمة السوقية للشركة .

ووفق الافتراضات التي تم استعراضها سابقاً فإنه عندما تكون القيمة السوقية للسهم مساوية لقيمته الفعلية فإن مضاعف التدفق النقدي الحر يجب أن يكون مساوياً لمقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار.

$$M = \frac{V}{FCF} = \frac{1}{r}$$

حيث أن :

r : المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار.

إن القاعدة الأساسية للاستثمار وفق هذا المؤشر هي شراء أسهم لها مضاعف تدفق نقدي حر أقل من مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار ، لأن تلك الأسهم قد تكون مسعرة بأقل من سعرها الحقيقي وبشكل مؤقت في السوق ، وبالتالي فإن ارتفاع التدفقات النقدية الحرة هو مؤشر على جودة الاستثمار وفق هذا المعيار.

وللتحقق من صحة الافتراضات السابقة قام الباحث بحساب مؤشر مضاعف التدفق النقدي

الحر (M) لنفس عينة الشركات المساهمة المستخدمة في تقييم الأسهم وفق استراتيجية

الاستثمار المبنية على مؤشر مضاعف السعر السوقي P/E ، حيث تم البدء أولاً بحساب

التدفق النقدي الحر لكل سهم عن الأعوام (2007 - 2008 - 2009) من خلال طرح

صافي الإنفاق الرأسمالي عن كل سنة من صافي التدفقات النقدية التشغيلية لنفس السنة ، من

ثم تم الانتقال إلى استخدام رقم المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية الحرة عن السنوات الثلاثة

السابقة في حساب قيمة مضاعف التدفق النقدي الحر لكل سهم من العينة المدروسة وفق

الجدول التالي :

جدول رقم (12) مضاعف التدفق النقدي الحر بتاريخ 2010-1-4

الشركة	الوسط الحسابي للتدفقات النقدية الحرة	القيمة السوقية للشركة بتاريخ 2010-1-4	مضاعف التدفق النقدي الحر (M)
بنك عودة	ل.س. 7,308,251,063	ل.س. 9,570,000,000	1.31
بنك بيمو السعودي الفرنسي	ل.س. 5,564,461,008	ل.س. 10,653,500,000	1.91
بنك سورية و المهجر	ل.س. 1,232,315,469	ل.س. 6,846,000,000	5.56
بنك بيلوس	ل.س. 689,871,825	ل.س. 2,300,000,000	3.33
بنك سورية والخليج	ل.س. 466,370,485	ل.س. 2,673,120,000	5.73
السورية الوطنية للتأمين	ل.س. 328,091,336	ل.س. 1,139,000,000	3.47
السورية الدولية للتأمين	ل.س. 236,831,962	ل.س. 1,280,000,000	5.40
المتحدة للتأمين	ل.س. 228,700,644	ل.س. 1,501,100,000	6.56
بنك العربي	ل.س. 184,974,493	ل.س. 6,696,000,000	36.20
الأهلية للنقل	ل.س. 28,999,140	ل.س. 469,200,000	16.18
نماء الزراعية	ل.س. 35,244,723	ل.س. 392,000,000	11.12
المتحدة للنشر والاعلان	ل.س. (124,087,400)	ل.س. 1,581,000,000	(12.74)
البنك الدولي للتجارة و التمويل	ل.س. (235,778,887)	ل.س. 8,419,320,000	(35.71)
بنك سورية الاسلامي	ل.س. (3,852,806,772)	ل.س. 10,810,500,000	(2.81)

* القيم بين قوسين في الجدول السابق تشير إلى متوسط تدفقات نقدية حرة سالبة. وقد تم استخدام متوسط التدفقات النقدية الحرة في حساب مضاعف التدفق النقدي الحر بهدف تحقيق العدالة بين مفردات العينة المدروسة وبالتالي تخفيض أثر مرور إحدى الشركات بظروف استثنائية سواء أكانت جيدة أو سيئة والحصول على نتائج تقييم غير موضوعية. وقد تم اعتماد القيمة السوقية للشركات المدروسة بتاريخ 2010-1-4 عند حساب مضاعف التدفق النقدي الحر ، حيث تم اعتبار تاريخ 2010-1-4 هو تاريخ البدء (الأساس) في تقييم الأسهم. إن استراتيجية الاستثمار وفق هذا المؤشر توصي بشراء أسهم ذات تدفقات نقدية حرة موجبة وأن يكون مضاعف التدفق النقدي الحر للسهم أصغر من مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار. بالتالي فإن السهم المستهدف وفق هذا المؤشر يجب أن يحقق شرطين :

أ - تدفقات نقدية حرة موجبة.

$$b - M > \frac{1}{r}$$

ومن أجل هذه الدراسة تم افتراض أن المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار يساوي لمعدل الفائدة السائدة في السوق وهو الحد الأدنى الذي يمكن أن يقبل به المستثمر ، وقد بلغ وسطي معدل الفائدة التي تمنحها المصارف العاملة في سورية 7.5% ، بالتالي فإن مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار يساوي : $1 / 7.5\% = 13.33$ ، مع الإشارة الى أن تلك

النسبة والافتراضات المرتبطة بها هي رأي شخصي للباحث وقابلة للتغير من وقت لآخر وليست مطلقة أو ثابتة .

التحليل :

استناداً إلى العرض السابق فإن الاستثمار الأمثل ينطلق من شراء أسهم ذات مضاعف تدفق نقدي حر أدنى من 13.33 وتدفقات نقدية حرة موجبة لأنها ستكون مسعرة في السوق بأقل من قيمتها الحقيقية ومن المفترض أن يرتفع سعر تلك الأسهم في المستقبل ، مع الإشارة إلى أن نتائج هذا التحليل تمثل رأي شخصي للباحث وجاءت ضمن افتراضات معينة ولا تمثل قراراً مطلقاً ، ومن خلال ربط التحليل السابق بحركة أسعار الأسهم المدروسة في الفترة الممتدة بين 2010-1-4 وحتى 2010-9-30 والمعرضة في الجدول (11) نجد :

١ سهم بنك عودة :

وفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن الاستثمار في سهم بنك عودة يعتبر الاستثمار الأمثل ، حيث حقق أعلى تدفقات نقدية حرة موجبة بين مفردات العينة المدروسة كما أنه حقق أخفض مضاعف تدفق نقدي حر موجب أيضاً (1.31) ، وبالنظر إلى التغير في أسعار الأسهم نجد أنه حقق أعلى ارتفاع في القيمة السوقية بين أسعار الأسهم المدروسة أيضاً والذي بلغ (836.07 ل.س) وبالتالي فإن الأداء الفعلي لسهم بنك عودة خلال فترة الدراسة كان متوافقاً مع تقييم هذا السهم وفق مضاعف التدفق النقدي الحر في بداية الفترة. وبالرغم من أن حجم التداول على السهم يعتبر منخفضاً نسبياً مقارنة بحجم التداول على بقية الأسهم ، حيث بلغ وسطي حجم التداول على سهم بنك عودة حوالي 1101 سهم في الجلسة الواحدة إلا أنه حقق أعلى ارتفاع في قيمة الأسهم ، ووفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن قيمة السهم السوقية ستستمر في الارتفاع حتى يتساوى مضاعف التدفق النقدي الحر مع مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار خاصة في حال استمرار الشركة لتحقيق تدفقات نقدية حرة موجبة مرتفعة وزيادة حجم التداول على السهم. ويمثل الشكل (1) في الملحق (5) المنحني البياني للتغير في القيمة السوقية للسهم عن الفترة الممتدة بين 2010/1/4 وحتى 2010/9/30 .

٢ سهم بنك بيمو السعودي الفرنسي :

وفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن الاستثمار في سهم بنك بيمو يعتبر استثماراً ملائماً ، حيث حقق تدفقات نقدية حرة موجبة مرتفعة قياساً لمفردات العينة المدروسة كما أنه حقق مضاعف تدفق نقدي حر موجب منخفض مقارنة بمقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار بمقدار (1.91) ، وبالنظر إلى التغير في أسعار الأسهم نجد أنه حقق ارتفاعاً جيداً في القيمة السوقية مقارنة بالتغير في أسعار الأسهم المدروسة والذي بلغ (492.95 ل.س) وبالتالي فإن الأداء الفعلي لسهم بنك بيمو خلال فترة الدراسة كان متوافقاً مع تقييم هذا السهم وفق مضاعف التدفق النقدي الحر في بداية الفترة. وبالرغم من أن حجم التداول على السهم يعتبر منخفضاً نسبياً مقارنة بحجم التداول على بقية الأسهم ، حيث بلغ وسطي حجم التداول على سهم بنك بيمو حوالي 1314 سهم في الجلسة الواحدة إلا أنه حقق ارتفاعاً جيداً في القيمة السوقية للسهم ، ووفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن قيمة السهم السوقية ستستمر في الارتفاع حتى يتساوى مضاعف التدفق

النقدي الحر مع مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار خاصة في حال استمرار الشركة لتحقيق تدفقات نقدية حرة موجبة مرتفعة وزيادة حجم التداول على السهم. ويمثل الشكل (2) في الملحق (5) المنحني البياني للتغير في القيمة السوقية للسهم عن الفترة الممتدة بين 2010/1/4 وحتى 2010/9/30 .

٣ - سهم بنك سورية والمهجر:

وفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن الاستثمار في سهم بنك سورية والمهجر يعتبر استثماراً ملائماً ، حيث حقق تدفقات نقدية حرة موجبة مرتفعة قياساً لمفردات العينة المدروسة كما أنه حقق مضاعف تدفق نقدي حر موجب منخفض مقارنة بمقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار بمقدار (5.56) ، وبالنظر إلى التغير في أسعار الأسهم نجد أنه حقق ارتفاعاً جيداً في القيمة السوقية مقارنة بالتغير في أسعار الأسهم المدروسة والذي بلغ (462.53 ل.س) وبالتالي فإن الأداء الفعلي لسهم بنك سورية والمهجر خلال فترة الدراسة كان متوافقاً مع تقييم هذا السهم وفق مضاعف التدفق النقدي الحر في بداية الفترة.

وبالرغم من أن حجم التداول على السهم يعتبر منخفضاً نسبياً مقارنة بحجم التداول على بقية الأسهم ، حيث بلغ وسطي حجم التداول على سهم بنك سورية والمهجر حوالي 1669 سهم في الجلسة الواحدة إلا أنه حقق ارتفاعاً جيداً في القيمة السوقية للسهم ، ووفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن قيمة السهم السوقية ستستمر في الارتفاع حتى يتساوى مضاعف التدفق النقدي الحر مع مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار خاصة في حال استمرار الشركة لتحقيق تدفقات نقدية حرة موجبة مرتفعة وزيادة حجم التداول على السهم.

ويمثل الشكل (3) في الملحق (5) المنحني البياني للتغير في القيمة السوقية للسهم عن الفترة الممتدة بين 2010/1/4 وحتى 2010/9/30 .

٤ - سهم بنك بيلوس :

وفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن الاستثمار في سهم بنك بيلوس يعتبر استثماراً مقبولاً ، حيث أنه حقق تدفقات نقدية حرة موجبة كما أنه حقق مضاعف تدفق نقدي حر موجب منخفض مقارنة بمقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار بمقدار (3.33) . وبالنظر إلى التغير في أسعار الأسهم نجد أنه حقق ارتفاعاً جيداً في القيمة السوقية مقارنة بالتغير في أسعار الأسهم المدروسة والذي بلغ (419.5 ل.س) وبالتالي فإن الأداء الفعلي لسهم بنك بيلوس خلال فترة الدراسة كان متوافقاً مع تقييم هذا السهم وفق مضاعف التدفق النقدي الحر في بداية الفترة.

بلغ وسطي حجم التداول على سهم بنك بيلوس حوالي 2053 سهم في الجلسة الواحدة ، ووفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن قيمة السهم السوقية ستستمر في الارتفاع حتى يتساوى مضاعف التدفق النقدي الحر مع مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار خاصة في حال استمرار الشركة لتحقيق تدفقات نقدية حرة موجبة وزيادة حجم التداول على السهم.

ويمثل الشكل (4) في الملحق (5) المنحني البياني للتغير في القيمة السوقية للسهم عن الفترة الممتدة بين 2010/1/4 وحتى 2010/9/30 .

٥ - سهم بنك سورية والخليج :

وفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن الاستثمار في سهم بنك سورية والخليج يعتبر استثماراً مقبولاً أيضاً ، حيث أنه حقق تدفقات نقدية حرة موجبة كما أنه حقق مضاعف تدفق نقدي حر موجب منخفض مقارنة بمقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار بمقدار (5.73) .

وبالنظر إلى التغير في سعر السهم نجد أنه حقق ارتفاعاً جيداً في القيمة السوقية خلال فترة تداول شهرين ، حيث بدأ التداول على سهم بنك سورية والخليج في سوق دمشق للأوراق المالية بتاريخ 1-8-2010 وحقق ارتفاع في قيمته السوقية بمقدار (86.48 ل.س) . وبالتالي فإن الأداء الفعلي لسهم بنك سورية والخليج خلال فترة الدراسة كان متوافقاً مع تقييم هذا السهم وفق مضاعف التدفق النقدي الحر في بداية الفترة .

ووفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن قيمة السهم السوقية ستستمر في الارتفاع حتى يتساوى مضاعف التدفق النقدي الحر مع مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار خاصة في حال استمرار الشركة لتحقيق تدفقات نقدية حرة موجبة وزيادة حجم التداول على السهم .

ويمثل الشكل (5) في الملحق (5) المنحني البياني للتغير في القيمة السوقية للسهم عن الفترة الممتدة بين 2010/8/1 وحتى 2010/9/30 .

٦ - سهم السورية الوطنية للتأمين :

وفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن الاستثمار في سهم السورية الوطنية للتأمين يعتبر استثماراً مقبولاً أيضاً ، حيث أنه حقق تدفقات نقدية حرة موجبة كما أنه حقق مضاعف تدفق نقدي حر موجب منخفض مقارنة بمقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار بمقدار (3.47) .

وبالنظر إلى التغير في سعر السهم نجد أنه حقق ارتفاعاً مقبولاً في القيمة السوقية خلال فترة تداول أربعة أشهر ، حيث بدأ التداول على سهم السورية الوطنية للتأمين في سوق دمشق للأوراق المالية بتاريخ 7-6-2010 وحقق ارتفاع في قيمته السوقية بمقدار (100.5 ل.س) .

وبالتالي فإن الأداء الفعلي لسهم السورية الوطنية للتأمين خلال فترة الدراسة كان متوافقاً مع تقييم هذا السهم وفق مضاعف التدفق النقدي الحر في بداية الفترة .

ووفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن قيمة السهم السوقية ستستمر في الارتفاع حتى يتساوى مضاعف التدفق النقدي الحر مع مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار خاصة في حال استمرار الشركة لتحقيق تدفقات نقدية حرة موجبة وزيادة حجم التداول على السهم .

ويمثل الشكل (6) في الملحق (5) المنحني البياني للتغير في القيمة السوقية للسهم عن الفترة الممتدة بين 2010/6/7 وحتى 2010/9/30 .

٧ سهم السورية الدولية للتأمين :

وفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن الاستثمار في سهم السورية الدولية للتأمين يعتبر استثماراً مقبولاً أيضاً ، حيث أنه حقق تدفقات نقدية حرة موجبة كما أنه حقق مضاعف تدفق نقدي حر موجب منخفض مقارنة بمقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار بمقدار (5.40) .

وبالنظر إلى التغير في سعر السهم نجد أنه حقق ارتفاعاً مقبولاً في القيمة السوقية خلال فترة تداول ستة أشهر ، حيث بدأ التداول على سهم السورية الوطنية للتأمين في سوق دمشق للأوراق المالية بتاريخ 8-4-2010 وحقق ارتفاع في قيمته السوقية بمقدار (125.5 ل.س) . وبالتالي فإن الأداء الفعلي لسهم السورية الدولية للتأمين خلال فترة الدراسة كان متوافقاً مع تقييم هذا السهم وفق مضاعف التدفق النقدي الحر في بداية الفترة . ووفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن قيمة السهم السوقية ستستمر في الارتفاع حتى يتساوى مضاعف التدفق النقدي الحر مع مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار خاصة في حال استمرار الشركة لتحقيق تدفقات نقدية حرة موجبة وزيادة حجم التداول على السهم .

ويمثل الشكل (7) في الملحق (5) المنحني البياني للتغير في القيمة السوقية للسهم عن الفترة الممتدة بين 2010/4/8 وحتى 2010/9/30 .

٨ سهم المتحدة للتأمين :

وفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن الاستثمار في سهم المتحدة للتأمين يعتبر استثماراً مقبولاً أيضاً ، حيث أنه حقق تدفقات نقدية حرة موجبة كما أنه حقق مضاعف تدفق نقدي حر موجب منخفض مقارنة بمقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار بمقدار (6.56) .

وبالنظر إلى التغير في سعر السهم نجد أنه حقق ارتفاعاً مقبولاً في القيمة السوقية مقارنة بالتغير في أسعار الأسهم المدروسة وقياساً لحجم التداول المنخفض كثيراً على السهم والذي بلغ (310) سهم في الجلسة وارتفاعاً في سعر السهم بمقدار (173.5 ل.س) ، وبالتالي فإن الأداء الفعلي لسهم المتحدة للتأمين خلال فترة الدراسة كان متوافقاً مع تقييم هذا السهم وفق مضاعف التدفق النقدي الحر في بداية الفترة . ووفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن قيمة السهم السوقية ستستمر في الارتفاع حتى يتساوى مضاعف التدفق النقدي الحر مع مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار خاصة في حال استمرار الشركة لتحقيق تدفقات نقدية حرة موجبة وزيادة حجم التداول على السهم . ويمثل الشكل (8) في الملحق (5) المنحني البياني للتغير في القيمة السوقية للسهم عن الفترة الممتدة بين 2010/1/4 وحتى 2010/9/30 .

٩ سهم البنك العربي :

وفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن الاستثمار في سهم البنك العربي يعتبر استثماراً غير ملائماً ، فبالرغم من أنه حقق تدفقات نقدية حرة موجبة إلا أنه حقق مضاعف تدفق نقدي حر موجب أكبر من مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار بمقدار (36.20) . وبالنظر إلى التغير في سعر السهم نجد أنه حقق ارتفاعاً جيداً في القيمة السوقية مقارنة بالتغير في أسعار الأسهم المدروسة بمقدار (545.42 ل.س) ، وبالتالي فإن الأداء الفعلي

للسهم البنك العربي خلال فترة الدراسة كان غير متوافق مع تقييم هذا السهم وفق مضاعف التدفق النقدي الحر في بداية الفترة. ويمثل الشكل (9) في الملحق (5) المنحني البياني للتغير في القيمة السوقية للسهم عن الفترة الممتدة بين 2010/1/4 وحتى 2010/9/30 .

١٠ - سهم الشركة الأهلية للنقل :

وفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن الاستثمار في سهم الأهلية للنقل يعتبر استثماراً غير ملائماً ، فبالرغم من أنه حقق تدفقات نقدية حرة موجبة إلا أنه حقق مضاعف تدفق نقدي حر موجب أكبر من مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار بمقدار (16.18) . وبالنظر إلى التغير في سعر السهم نجد أنه حقق انخفاضاً في القيمة السوقية بمقدار (45 ل.س) وبالتالي فإن الأداء الفعلي لسهم الأهلية للنقل خلال فترة الدراسة كان متوافقاً مع تقييم هذا السهم وفق مضاعف التدفق النقدي الحر في بداية الفترة ، حيث أن السهم في بداية فترة الدراسة كان مقيماً في السوق بأعلى من قيمته الحقيقية ، ووفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن قيمة السهم السوقية ستستمر في الانخفاض حتى يتساوى مضاعف التدفق النقدي الحر مع مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار. ويمثل الشكل (10) في الملحق (5) المنحني البياني للتغير في القيمة السوقية للسهم عن الفترة الممتدة بين 2010/1/4 وحتى 2010/9/30 .

١١ - سهم نماء الزراعية :

وفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن الاستثمار في سهم نماء الزراعية يعتبر استثماراً مقبولاً ، حيث أن الشركة حققت تدفقات نقدية حرة موجبة كما أنها حققت مضاعف تدفق نقدي حر موجب أدنى من مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار. $M = 11.12$ (نماء الزراعية)

وبالنظر إلى التغير في القيمة السوقية للسهم نجد أن السهم حقق ارتفاعاً في القيمة السوقية خلال فترة الدراسة بمقدار (154.5 ل.س) وبالتالي فإن الأداء الفعلي لسهم نماء الزراعية خلال فترة الدراسة كان متوافقاً مع تقييم هذا السهم وفق مضاعف التدفق النقدي الحر في بداية الفترة. ووفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن قيمة السهم السوقية ستستمر في الارتفاع حتى يتساوى مضاعف التدفق النقدي الحر مع مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار. ويمثل الشكل (11) في الملحق (5) المنحني البياني للتغير في القيمة السوقية للسهم عن الفترة الممتدة بين 2010/1/4 وحتى 2010/9/30 .

١٢ - سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل :

وفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن الاستثمار في سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل يعتبر استثماراً غير ملائماً ، فقد حقق المصرف تدفقات نقدية حرة سالبة كما حقق مضاعف تدفق نقدي حر سالب (-35.71) . وتبعاً للتغير في سعر السهم بين جلسة 2010/1/4 وجلسة 2010/9/30 نجد أن السهم حقق ارتفاعاً اجمالياً في سعر السهم بمقدار (104.14 ل.س) ، ولكن بالنظر إلى المنحني البياني لسعر سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل نجد أن السهم حقق ارتفاعاً جيداً في قيمته السوقية في بداية فترة الدراسة ، حيث وصل سعر السهم إلى حاجز (1718 ل.س) أي حقق ارتفاعاً بمقدار (315 ل.س) ، ثم ما لبث أن بدأ سعر السهم بالانخفاض ، وقياساً

لأداء أسهم القطاع المصرفي المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية نجد أن سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل حقق أدنى العائدات بين تلك الأسهم خلال نفس الفترة بالرغم من ارتفاع حجم التداول على ذلك السهم قياساً على بقية أسهم المصارف ، حيث بلغ حجم وسطي التداول على السهم في الجلسة الواحدة حوالي (4245 سهم) .

بالتالي فإن أداء سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل كان مخالفاً للتوقعات في بداية فترة الدراسة ، ثم بدأ سعر السهم بالإنخفاض تدريجياً ليتوافق مع التقييم وفقاً لمضاعف التدفق النقدي الحر . ووفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن قيمة السهم السوقية ستستمر في الانخفاض حتى يتساوى مضاعف التدفق النقدي الحر مع مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار . ويمثل الشكل (12) في الملحق (5) المنحني البياني للتغير في القيمة السوقية للسهم عن الفترة الممتدة بين 2010/1/4 وحتى 2010/9/30 .

١٣ - المتحدة للنشر والاعلان :

وفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن الاستثمار في سهم المجموعة المتحدة للنشر والإعلان يعتبر استثماراً غير ملائماً ، حيث حققت الشركة تدفقات نقدية حرة سالبة كما حققت مضاعف تدفق نقدي حر سالب بمقدار (-12.74) .

وبالنظر إلى التغير في سعر السهم نجد أنه حقق انخفاضاً في القيمة السوقية بمقدار (57.25 ل.س) وبالتالي فإن الأداء الفعلي لسهم المجموعة المتحدة للنشر والإعلان خلال فترة الدراسة كان متوافقاً مع تقييم هذا السهم وفق مضاعف التدفق النقدي الحر في بداية الفترة ، حيث أن السهم في بداية فترة الدراسة كان مقيماً في السوق بأعلى من قيمته الحقيقية ، ووفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن قيمة السهم السوقية ستستمر في الانخفاض حتى يتساوى مضاعف التدفق النقدي الحر مع مقلوب المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار . ويمثل الشكل (13) في الملحق (5) المنحني البياني للتغير في القيمة السوقية للسهم عن الفترة الممتدة بين 2010/1/4 وحتى 2010/9/30 .

١٤ - سهم بنك سورية الإسلامي :

وفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر فإن الاستثمار في سهم بنك سورية الإسلامي يعتبر استثماراً غير ملائماً ، حيث حقق تدفقات نقدية حرة سالبة كما أنه حقق مضاعف تدفق نقدي حر سالب بمقدار (-2.81) .

وبالنظر إلى التغير في سعر السهم نجد أنه حقق ارتفاعاً جيداً في القيمة السوقية مقارنة بالتغير في أسعار الأسهم المدروسة بمقدار (613.11 ل.س) ، وبالتالي فإن الأداء الفعلي لسهم بنك سورية الإسلامي خلال فترة الدراسة كان غير متوافق مع تقييم هذا السهم وفق مضاعف التدفق النقدي الحر في بداية الفترة .

ويرى الباحث أن الارتفاع الكبير في سهم بنك سورية الدولي رغم تحقيقه لتدفقات نقدية حرة سالبة قد يعود إلى حجم التداول الكبير لهذا السهم وارتفاع حدة المضاربة على هذا السهم من قبل المستثمرين ، حيث بلغ وسطي حجم التداول على سهم بنك سورية الإسلامي حوالي (10577) سهم في الجلسة الواحدة ، وهو حجم تداول مرتفع جداً مقارنة بحجم التداول على بقية الأسهم في السوق .

ويمثل الشكل (14) في الملحق (5) المنحني البياني للتغير في القيمة السوقية للسهم عن الفترة الممتدة بين 2010/1/4 وحتى 2010/9/30 .

٥ مقارنة بين نتائج النموذج المستخدم P/E والنموذج المقترح FCF :

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة وتحليل بيانات عينة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بالإعتماد على بيانات مستمدة من قائمتي الدخل والتدفقات النقدية لتلك الشركات وإجراء دراسة مقارنة بين نموذجي تقييم الأسهم السابقين وتحديد أيهما أكثر قدرة على تقييم الأسهم سواء على مستوى إجمالي الشركات أم على مستوى كل شركة حدة ، إضافة إلى تحديد المقياس الأفضل بينهما في التنبؤ بالقيمة الحقيقية للسهم ومقارنته بقيمته السوقية وإمكانية التنبؤ بأدائه في المستقبل ، وذلك بالتطبيق على بيانات عينة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة من عام 2007 حتى عام 2009 ، وباستخدام نموذج تقييم الأسهم وفق مضاعف السعر السوقي للسهم P/E (النموذج المستخدم في شركات الوساطة المالية في سورية) ، ونموذج التقييم وفق مضاعف التدفق النقدي الحر (النموذج المقترح في هذا البحث) ، ومعرفة أيهما أفضل لتقييم الأسهم.

وبمقارنة نتائج التطبيقين نجد أن :

١ - فشل مؤشر مضاعف السعر السوقي للسهم في إعطاء تقييم صحيح للأسهم من خلال افتراضه بأن الأسهم ذات المضاعفات الأقل ستعطي عائداً رأسمالية أكبر في المستقبل ، في حين كانت النتائج المتحققة في نهاية الفترة المدروسة مخالفة للافتراضات الموضوعة في بداية تلك الفترة ، حيث تحصلت الشركات التي يفترض بها أن تحقق الإرتفاع الأكبر في أسعار أسهمها بين مفردات العينة المدروسة على أدنى العائدات الرأسمالية وفق هذا المؤشر ، وكان الإرتفاع في قيمة أسهمها أدنى من بقية الأسهم والتي تحصلت على تقييم منخفض وفق هذا المؤشر .
ومن خلال التقييم على مستوى كل شركة على حدا نجد أن سهمين فقط من أصل العينة المدروسة و البالغ عددها 14 سهم قد حققت التوافق بين أدائها الفعلي خلال فترة الدراسة مع التقييم الموضوع لها في بداية الفترة ، وبالتالي فإن نسبة الصحة في تقييم الأسهم وفق مؤشر P/E كانت 15 % فقط وهي نسبة منخفضة جداً ولم تستطع عكس توقع صحيح للتغير في قيمة الأسهم المستقبلية .
واستناداً لما سبق يمكن القول أن مؤشر P/E عجز عن إعطاء تقييم صحيح وصورة واضحة عن القيمة السوقية المستقبلية للأسهم حيث جاءت معظم النتائج مخالفة للتوقعات وفق هذا المؤشر .

٢ - تمكّن مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر من إعطاء تقييم صحيح لمعظم الأسهم المدروسة من خلال افتراضه بأن الأسهم التي لها مضاعف تدفق نقدي حر أدنى من المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار هي أسهم مقيمة في السوق بأدنى من قيمتها الحقيقية ، أي أن القيمة السوقية لتلك الأسهم سوف ترتفع في المستقبل وبالتالي فإن حملة تلك الأسهم سوف يحصلون على أرباح رأسمالية في المستقبل .

واستناداً إلى نتائج تقييم الأسهم وفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر نجد أن معظم الأسهم التي حققت تدفقات نقدية حرة موجبة ومضاعف تدفق نقدي حر موجب أدنى من المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار (13.33) قد حققت ارتفاعاً في قيمة أسهمها. ومن خلال التقييم على مستوى كل سهم على حدا نجد أن السهم الذي حقق أعلى تدفق نقدي حر وأدنى مضاعف تدفق نقدي حر موجب قد تحصل على أعلى أرباح رأسمالية وهو سهم بنك عودة ، كما أن عدد الأسهم التي حققت توافقاً بين أدائها الفعلي خلال فترة الدراسة مع التقييم الموضوع لها في بداية تلك الفترة هو 12 سهم من أصل 14 سهم ، بالتالي فإن نسبة الصحة في تقييم الأسهم وفق مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر كانت 85% وهي نسبة مرتفعة ، أي أن هذا المؤشر استطاع عكس توقع صحيح للتغير في القيمة المستقبلية للسهم . واستناداً لما سبق يمكن القول أن مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر استطاع إلى حد بعيد أن يقدم تقييماً صحيحاً لمعظم الأسهم ، حيث جاءت معظم النتائج قريبة من التوقعات وفق هذا المؤشر .

٣ - استناداً إلى النتائج المستخلصة من تطبيق كلاً من مضاعف السعر السوقي للسهم ومضاعف التدفق النقدي الحر على بيانات عينة الدراسة بغرض تحديد أيهما أفضل في تقييم الأسهم نستنتج أن مؤشر التدفق النقدي الحر أفضل من مؤشر ربحية السهم ومن مضاعف السعر السوقي للسهم في إعطاء تقييم صحيح وصورة واضحة عن تحركات سعر السهم المستقبلية ، ففي حين نجح مضاعف التدفق النقدي الحر في تقييم الأسهم بصورة صحيحة عجز مؤشر مضاعف السعر السوقي للسهم عن ذلك ، إضافة لتجاوز مضاعف التدفق النقدي الحر للعديد من نواحي القصور المرتبطة بمؤشر ربحية السهم ومضاعف السعر السوقي للسهم ، وعليه فإن المحافظ الإستثمارية المشككة وفق مؤشرات التدفقات النقدية الحرة سوف تتفوق من حيث العائدات والأداء على تلك المشككة وفق مؤشر مضاعف السعر السوقي للسهم.

إن تلك النتائج تدعم الفرضية الرابعة من فرضيات البحث من حيث تفوق مؤشر التدفقات النقدية الحرة على مؤشر الربحية ونسبة سعر السهم إلى عائدته P/E في عملية تقييم الأسهم سواء من حيث إعطاء صورة واضحة عن تحركات سعر السهم المستقبلية و توجهات الإدارة في المستقبل ومن حيث تجاوز نواحي القصور المرتبطة بمؤشر ربحية السهم ونسبة سعر السهم إلى عائدته P/E .

كما تدعم الفرضية الخامسة من فرضيات البحث التي تفترض تفوق المحافظ الاستثمارية المشكلة وفق معيار التدفق النقدي الحر من حيث العائدات والأداء على المحافظ الاستثمارية المشكلة وفقاً لمعيار نسبة السعر إلى العائد P/E .

• المبحث الثاني : (المسح الإحصائي الميداني)

١ مجتمع وعينة الدراسة :

يتكون مجتمع الدراسة من أساتذة قسم المحاسبة بكلية الإقتصاد في جامعة دمشق والمدراء والموظفين في شركات الخدمات والوساطة المالية المرخصة في الجمهورية العربية السورية وموظفي سوق دمشق للأوراق المالية والمستثمرين والمضاربين الذين يحضرون جلسات التداول على أرض السوق .

وقد تم اختيار عينة عشوائية مكونة من (100) مستبين من مجتمع الدراسة ، وأجري توزيع (100) استبانة وتم إعادة (80) استبانة منها ، كما تم استبعاد (2) استبانة لأنها لم تعبأ بالشكل الصحيح ، أي أنه تم تحليل (78) استبانة ، ويبين الجدول التالي عملية توزيع الاستبانة على أفراد العينة :

جدول رقم (13) عملية توزيع الاستبانة على أفراد العينة

النسبة	العدد	البيان
78%	78	استبانات أعيدت قابلة للتحليل
2%	2	استبانات أعيدت غير قابلة للتحليل
20%	20	استبانات غير معادة (مفقودة)
100%	100	المجموع

٢ أداة الدراسة :

تم الاعتماد في هذه الدراسة على الاستبانة كأداة تم عن طريقها جمع البيانات. وتتكون هذه الاستبانة من جزأين :

- الجزء الأول : ويحتوي على البيانات الشخصية لأفراد العينة "المتغيرات المستقلة" ، ويتضمن: العمر، والمؤهل العلمي ، والدرجة الوظيفية ، وعدد سنوات الخبرة في العمل الحالي ، وقد تم تقسيم هذه البيانات الشخصية لعدة فئات أو مستويات .

- الجزء الثاني : ويشمل قائمة الأسئلة "المتغيرات التابعة" ، وقد وضعت ضمن (31) فقرة ، وتم تقييم شدة الإجابة في خمسة مستويات حسب مقياس ليكارت الخماسي ، حيث أعطي لإجابة موافق بشدة رقم (5) وموافق رقم (4) ومحايد رقم (3) وغير موافق رقم (2) وأرفض بشدة رقم (1) .

ويمثل الملحق رقم (1) نموذجاً عن الاستبيان الموزع على عينة الدراسة . وقد تم ربط فرضيات البحث بالفقرات حسب التقسيم التالي :

- الفرضية الأولى : وتم تمثيلها بالفقرات أرقام : 1- 2- 5- 6- 7- 8- 12- 13- 14.
- الفرضية الثانية : وتم تمثيلها بالفقرات أرقام : 9- 10- 11 .
- الفرضية الثالثة : وتم تمثيلها بالفقرات أرقام : 3- 4- 15 .

- الفرضية الرابعة (أ) : وتم تمثيلها بالفقرات أرقام : 18 - 20 - 21.
- الفرضية الرابعة (ب) : وتم تمثيلها بالفقرات أرقام : 17 - 29.
- الفرضية الرابعة (ج) : وتم تمثيلها بالفقرات أرقام : 16 - 19 - 22 - 23 - 25 - 26.
- الفرضية الخامسة : وتم تمثيلها بالفقرات أرقام : 24 - 27 - 30 - 31.

وقد تم استخدام برنامج SPSS -18 في تحليل البيانات.

٣ اختبار الصدق والثبات :

في سبيل التحقق من مدى صلاحية الاستبيان كأداة صالحة للبحث العلمي قام الباحث بإجراء إختبارات الصدق والثبات ، حيث استخدم معامل ألفا كرونباخ (Alpha Cronbach) في حساب واختبار الثبات ، كما استخدم معامل (T.test) في حساب واختبار الصدق التمييزي كما يلي :

أ -حساب الثبات بطريقة ألفا كرونباخ :

Scale: ALL VARIABLES

Case Processing Summary			
		N	%
Cases	Valid	77	98.7
	Excluded ^a	1	1.3
	Total	78	100.
			0

a. List wise deletion based on all variables in the procedure.

Reliability Statistics	
Cronbach's Alpha	N of Items
.895	31

بلغت نسبة الثبات باستخدام معامل ألفا كرونباخ 89.5% وهي نسبة مرتفعة ، وبالتالي يمكن استخدام الاستبيان كأداة صالحة للبحث العلمي.

ب حساب الصدق التمييزي بطريقة T.test :

Statistics

الصدق		
N	Valid	78
	Missing	0
Percentiles	25	109.0000
	50	112.0000
	75	122.0000

T-Test

Group Statistics

الربيعيات	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
الربيع الأول الصدق	27	89.5926	29.49871	5.67703
الربيع الثالث	20	127.2000	4.06008	.90786

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
الصدق	Equal variances assumed	71.669	.000	-5.66-	45	.000	-37.60741-	6.66072	-51.02278-	-24.1204-
	Equal variances not assumed			-6.51-	27.322	.000	-37.60741-	5.74916	-49.39721-	-25.8161-

بعد القيام بإجراءات حساب الصدق التمييزي تم مقارنة الربيعان الأول والثالث باستخدام قانون T.test وتبين بعد المعالجة الإحصائية كما هو موضح في الجدول السابق أن مستوى الدلالة المحسوبة بلغ 0.00 وهي أصغر من مستوى الدلالة النظرية التي تساوي 0.05 وهنا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تؤكد وجود فروق بين الربيعان الأول والثالث وهذا بمثابة دليل على قدرة الاستبيان التمييزية وبالتالي الصدق التمييزي وبذلك يكون الاستبيان صالح كأداة للبحث العلمي.

٤ - تحليل بيانات الدراسة :

سيتم في هذا القسم تحليل البيانات المتعلقة بالصفات الشخصية من خلال توزيع العينة على المتغيرات الفرعية والإجابة عن الأسئلة واختبار الفرضيات التي قامت عليها هذه الدراسة عن طريق تحليل البيانات الناتجة عن الاستبانات التي جمعت من أفراد العينة باستخدام برنامج SPSS -18 .

أ - توزيع العينة على المتغيرات الفرعية :

تم توزيع العينة على أربع متغيرات فرعية هي : العمر ، الدرجة العلمية ، الدرجة الوظيفية ، سنوات الخبرة وفق الجدول التالي :

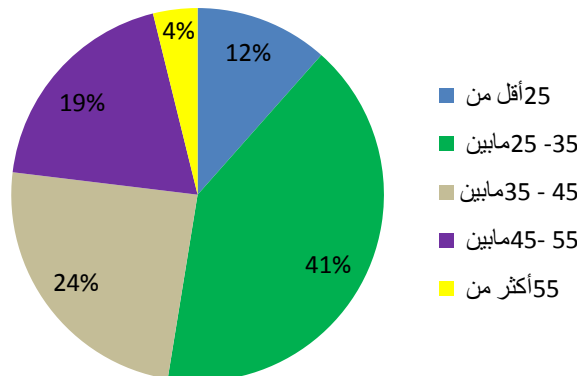
Statistics					
		الدرجة العلمية	العمر	الدرجة الوظيفية	سنوات الخبرة
N	Valid	78	78	78	78
	Missing	0	0	0	0

١ توزيع العينة حسب متغير العمر:

جدول رقم (14) توزيع العينة حسب متغير العمر

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	أقل من 25	9	11.5	11.5	11.5
	ما بين 25 - 35	32	41.0	41.0	52.6
	ما بين 35 - 45	19	24.4	24.4	76.9
	ما بين 45 - 55	15	19.2	19.2	96.2
	أكثر من 55	3	3.8	3.8	100.0
	Total	78	100.0	100.0	

العمر



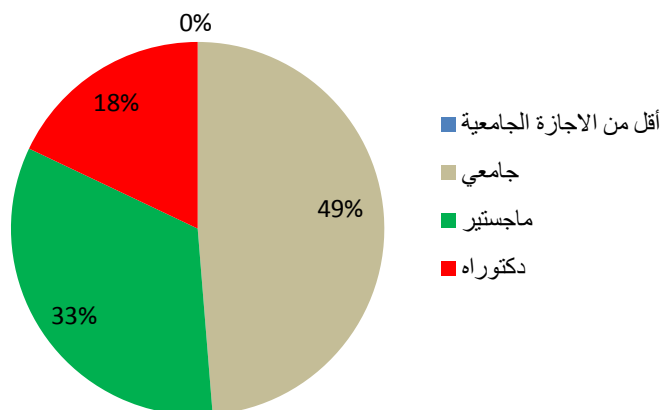
يبين الجدول رقم (14) أن الفئة العمرية ما بين (25 – 35) سنة هي الأكثر تمثيلاً في العينة ، حيث شكلت تلك الفئة ما يقارب 41 % من أصل العينة وهذا مؤشر على أن العاملين في هذا المجال من فئة الشباب وهو أمر منطقي كون الشركات المساهمة وسوق الأوراق المالية تعتبر حديثة العهد نسبياً في سورية ، كما نلاحظ أن الفئتين العمريتين ما بين (35-45) و (45-55) تشكل ما يقارب 43% من العينة وهي تعتبر عادةً مرحلة الإبداع والعطاء.

٢ توزيع العينة حسب متغير الدرجة العلمية :

جدول رقم (15) توزيع العينة حسب متغير الدرجة العلمية

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	أقل من الاجازة الجامعية	0	0	0	0
	جامعي	38	48.7	48.7	48.7
	ماجستير	26	33.3	33.3	82.1
	دكتوراه	14	17.9	17.9	100.0
	Total	78	100.0	100.0	

الدرجة العلمية



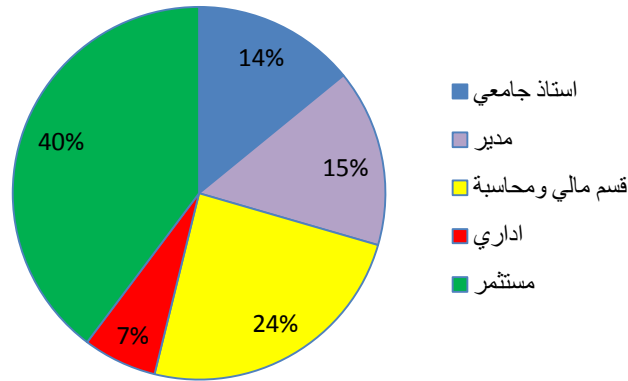
يبين الجدول رقم (15) أن أعلى نسبة مئوية في العينة هي لمن يحمل إجازة جامعية وتمثل تلك الفئة ما يقارب نصف العينة بينما يشكل حملة شهادات الماجستير والدكتوراه النصف الآخر من العينة ، في حين لم تضم تلك العينة ما هو أدنى من حملة الشهادة الجامعية ، أي أن أفراد العينة هم من ذوي المؤهلات العلمية العليا والخبرة ، وهو ما يزيد قدرتها في إعطاء رأي موضوعي وعلمي حول موضوع الدراسة.

٣ توزيع العينة حسب متغير الدرجة الوظيفية :

جدول رقم (16) توزيع العينة حسب متغير الدرجة الوظيفية

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	استاذ جامعي	11	14.1	14.1	14.1
	مدير	12	15.4	15.4	29.5
	قسم مالي ومحاسبة	19	24.4	24.4	53.8
	اداري	5	6.4	6.4	60.3
	مستثمر	31	39.7	39.7	100.0
	Total	78	100.0	100.0	

الدرجة الوظيفية



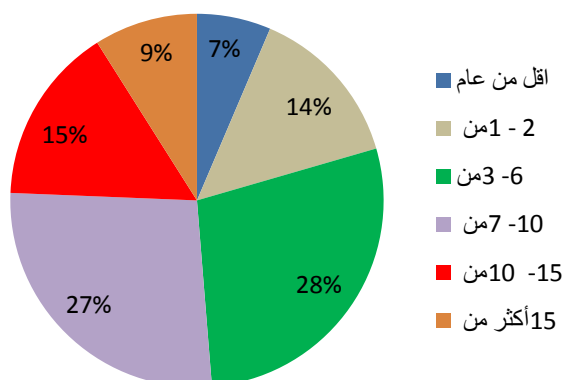
يبين الجدول (16) أن أعلى نسبة في العينة هي للمستثمرين والمضاربين ، حيث شكلت تلك الفئة ما يقارب 40% من أصل العينة ، في حين كانت النسبة التي تليها هي للعاملين في القسم المالي والمحاسبي وشكلت 24% من أصل العينة ، كما تم الاستعانة برأي الأساتذة الجامعيين كراي خبير في موضوع الدراسة وشكلت تلك الفئة 14% من أصل العينة .

٤ توزيع العينة حسب متغير عدد سنوات الخبرة :

جدول رقم (17) توزيع العينة حسب متغير عدد سنوات الخبرة

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	أقل من عام	5	6.4	6.4	6.4
	من 1 - 2	11	14.1	14.1	20.5
	من 3-6	22	28.2	28.2	48.7
	من 7 - 10	21	26.9	26.9	75.6
	من 10 - 15	12	15.4	15.4	91.0
	أكثر من 15	7	9.0	9.0	100.0
	Total	78	100.0	100.0	

عدد سنوات الخبرة



يبين الجدول رقم (17) أن أكثر الفئات تكراراً هي الفئة التي تمتلك خبرة (3-6) سنوات و (7 - 10) سنوات وتشكل كل منهما حوالي 28 % من حجم العينة ، وهذه النسب تتلائم مع النسبة الأعلى للفئة العمرية والتي تمثل (25 - 35) سنة حيث بلغت (41%) وهي تعتبر فترة خبرة جيدة قياساً على حداثة عهد الشركات المساهمة وسوق الأوراق المالية في سورية .

ب - اختبار فرضيات البحث :

- الفرضية الأولى :

لا يوجد هناك تراجع لمفهوم رأس المال العامل والنسب المالية كمقاييس للسيولة والمرونة المالية واهتمام متزايد بالعائدات النقدية من الاستثمار.

T-Test

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
الفرضية الأولى	78	35.6026	3.80478	.43081

One-Sample Test

	Test Value = 27					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
الفرضية الأولى	19.969	77	.000	8.60256	7.7447	9.4604

يتبين من الجدول السابق أن مستوى الدلالة بلغ 000 وهي أصغر من مستوى الدلالة النظرية 0.05% لقبول فرضية العدم وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية (العدم) ونقبل الفرضية البديلة التي تؤكد وجود تراجع لمفهوم رأس المال العامل والنسب المالية كمقاييس للسيولة والمرونة المالية واهتمام متزايد بالعائدات النقدية من الاستثمار، حيث بلغ متوسط درجات أفراد العينة 35.6 مقابل متوسط درجات الاستبيان 27.

- الفرضية الثانية :

لا يوجد قصور في قائمة التدفقات النقدية بشكلها التقليدي في إعطاء صورة شاملة وغير مضللة عن الوضع المالي والنقدي للمنشأة .

T-Test

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
الفرضية الثانية	78	11.7051	2.10200	.23800

One-Sample Test

	Test Value = 9					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
الفرضية الثانية	11.366	77	.000	2.70513	2.2312	3.1791

يتبين من الجدول السابق أن مستوى الدلالة بلغ 000 وهي أصغر من مستوى الدلالة النظرية 0.05% لقبول فرضية العدم وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية (العدم) ونقبل الفرضية البديلة التي تؤكد على وجود قصور في قائمة التدفقات النقدية بشكلها التقليدي في إعطاء صورة شاملة وغير مضللة عن الوضع المالي والنقدي للمنشأة ، حيث بلغ متوسط درجات أفراد العينة 11.7 مقابل متوسط درجات الاستبيان 9.

- الفرضية الثالثة :

عدم إمكانية الاعتماد على رقم التدفقات النقدية التشغيلية لإعطاء صورة دقيقة عن كفاءة وكفاءة النشاط التشغيلي للشركة ومدى نجاح إدارة المنشأة في سياستها النقدية وتقييم الاستثمارات.

T-Test

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
الفرضية الثالثة	78	10.1154	1.51169	.17117

One-Sample Test

	Test Value = 9					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
الفرضية الثالثة	6.516	77	1.00	1.11538	.7746	1.4562

بعد توزيع الاستبيان على العينة المدروسة تبين أن مستوى الدلالة المرتبط بهذا الفرض هو 0.001 بذلك يكون دال إحصائياً وكما نلاحظ من الجدول السابق أن متوسط درجات آراء العينة كانت 10.11 وهي أكبر من متوسط دلالة الاستبيان وهذا يعني أن اتجاهات العينة المذكورة تؤكد نص الفرضية وبالتالي نقبل الفرضية بقبول العينة المدروسة .

-الفرضية الرابعة (أ) :

لا يعتبر مؤشر التدفق النقدي الحر أفضل من مؤشر ربحية الأسهم ونسبة سعر السهم إلى عائدة P/E كمعيار في عملية تقييم الأسهم من حيث : إعطاء صورة واضحة عن تحركات سعر السهم المستقبلية .

T-Test

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
الفرضية الرابعة أ	78	10.1410	1.99170	.22552

One-Sample Test

	Test Value = 9					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
الفرضية الرابعة أ	5.060	77	.000	1.14103	.6920	1.5901

يتبين من الجدول السابق أن مستوى الدلالة بلغ 000 وهي أصغر من مستوى الدلالة النظرية 0.05% لقبول فرضية العدم وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية (العدم) ونقبل الفرضية البديلة التي تؤكد على اعتبار مؤشر التدفق النقدي الحر أفضل من مؤشر ربحية الأسهم ونسبة سعر السهم إلى عائدة P/E كمعيار في عملية تقييم الأسهم من حيث إعطاء صورة واضحة عن تحركات سعر السهم المستقبلية، حيث بلغ متوسط درجات أفراد العينة 10.14 مقابل متوسط درجات الاستبيان 9 درجات .

- الفرضية الرابعة (ب) :

لا يعتبر مؤشر التدفق النقدي الحر أفضل من مؤشر ربحية الأسهم ونسبة سعر السهم إلى عائدة P/E كمعيار في عملية تقييم الأسهم من حيث : توجهات الإدارة المستقبلية .

T-Test

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
الفرضية الرابعة ب	78	8.4872	1.41186	.15986

One-Sample Test

	Test Value = 6					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
الفرضية الرابعة ب	15.558	77	.000	2.48718	2.1689	2.8055

يتبين من الجدول السابق أن مستوى الدلالة بلغ 000 وهي أصغر من مستوى الدلالة النظرية 0.05% لقبول فرضية العدم وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية (العدم) ونقبل الفرضية البديلة التي تؤكد على اعتبار مؤشر التدفق النقدي الحر أفضل من مؤشر ربحية الأسهم ونسبة سعر السهم إلى عائدة P/E كمعيار في عملية تقييم الأسهم من حيث توجهات الإدارة المستقبلية، حيث بلغ متوسط درجات أفراد العينة 8.48 مقابل متوسط درجات الاستبيان 6 درجات .

- الفرضية الرابعة (ج) :

لا يعتبر مؤشر التدفق النقدي الحر أفضل من مؤشر ربحية الأسهم ونسبة سعر السهم إلى عائدة P/E كمعيار في عملية تقييم الأسهم من حيث تجاوز نواحي القصور المرتبطة بمؤشر ربحية السهم ونسبة سعر السهم إلى عائدة P/E.

T-Test

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
الفرضية الرابعة ج	78	19.4872	3.58838	.40630

One-Sample Test

	Test Value = 18					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
الفرضية الرابعة ج	3.660	77	2.00	1.48718	.6781	2.2962

يتبين من الجدول السابق أن مستوى الدلالة بلغ 0.002 وهي أصغر من مستوى الدلالة النظرية 0.05% لقبول فرضية العدم وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية (العدم) ونقبل الفرضية البديلة التي تؤكد على اعتبار مؤشر التدفق النقدي الحر أفضل من مؤشر ربحية الأسهم ونسبة سعر السهم إلى عائدة P/E كمعيار في عملية تقييم الأسهم من حيث تجاوز نواحي القصور المرتبطة بمؤشر ربحية السهم ونسبة سعر السهم إلى عائدة P/E. حيث بلغ متوسط درجات أفراد العينة 16.48 مقابل متوسط درجات الاستبيان 18 درجة .

– الفرضية الخامسة :

لا تتفوق المحفظة الاستثمارية المشككة وفق معيار التدفق النقدي الحر من حيث العائدات والأداء على المحافظ الاستثمارية المشككة وفقاً لمعيار التدفق النقدي التشغيلي ونسبة السعر إلى العائد P/E وعلى مؤشرات الأداء عادةً.

T-Test

One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
الفرضية الخامسة	78	16.4	2.22195	.25159

One-Sample Test

	Test Value = 12					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
الفرضية الخامسة	-12.536-	77	.000	-3.15385-	-3.6548-	-2.6529-

يتبين من الجدول السابق أن مستوى الدلالة بلغ 0.000 وهي أصغر من مستوى الدلالة النظرية 0.05% أي أن إجابات أفراد عينة البحث كانت ذات دلالة إحصائية لكن الملاحظ هنا أن متوسط درجات الأفراد بلغت 16.4 وهي أكبر من متوسط درجات الاستبيان أي أن اتجاهات العينة تؤكد على تفوق المحفظة الاستثمارية المشككة وفق معيار التدفق النقدي الحر من حيث العائدات والأداء على المحافظ الاستثمارية المشككة وفقاً لمعيار التدفق النقدي التشغيلي ونسبة السعر إلى العائد P/E وعلى مؤشرات الأداء عادةً.

• المبحث الثالث : (نتائج وتوصيات البحث)

أولاً - نتائج البحث :

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل ودراسة قائمة التدفقات النقدية والمحتوى المعلوماتي لها من حيث إيجابياتها ونواحي القصور فيها ، بالإضافة لعرض التدفقات النقدية التشغيلية وإظهار أهميتها لدى المستثمر وإمكانية الإعتماد عليها في صناعة قرار الإستثمار ، وإلى إبراز أهمية مقاييس التدفقات النقدية التقليدية (التدفقات النقدية التشغيلية والنسب المحاسبية المستخلصة من القائمة) ، ومقاييس التدفقات النقدية البديلة (التدفقات النقدية الحرة) ، والعوائد المحاسبية (ربحية السهم ومضاعف السعر السوقي للسهم) ، وإظهار أيها أكثر قدرة على تقييم الأسهم ، وذلك بالتطبيق على بيانات عينة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة بين عامي (2007-2009) وذلك بإستخدام مؤشر مكرر الربحية P/E ومؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر.

كما تم استخدام المسح الإحصائي الميداني من خلال توزيع استبانة على عينة الدراسة المختارة في المسح الإحصائي الميداني واختبار الصدق والثبات ومن ثم اختبار فرضيات البحث.

وقد قامت هذه الدراسة بتطوير نموذج للتنبؤ وتقييم الأسهم بالإعتماد على التدفق النقدي الحر كنموذج بديل لتقييم الأسهم وفق مؤشر مكرر الربحية P/E أطلقنا عليه اسم مضاعف التدفق النقدي الحر.

وبناءً على ما تم عرضه في هذه الدراسة من إطار نظري تضمن التدفقات النقدية بالدراسة والتحليل وبناءً على نتائج الدراسة التطبيقية ونتائج المسح الإحصائي الميداني يمكن استخلاص النتائج التالية :

- ١- هناك تراجع لمفهوم رأس المال العامل كمقياس للسيولة والمرونة المالية ، لأنه كثيراً ما يؤدي سوء الإدارة لكل من المخزون وحسابات المدينين إلى نقص في السيولة قد لا يكشفه مقياس رأس المال العامل .
- ٢- هناك تراجع للنسب المالية كمقياس للسيولة والمرونة المالية نتيجة نواحي القصور التي تحد من فاعليتها كإختيار الأساس السليم للمقارنة واختلاف ظروف المقارنة وتغير القوة الشرائية للنقد ... إلخ .
- ٣- هناك اهتمام متزايد بالعوائد النقدية على الاستثمار من قبل المستثمرين بشكل أكبر من القدرة الكسبية للمنشأة .
- ٤- إن احتواء قائمة التدفقات النقدية على بنود قد لا تتصف بالتكرار من عام لآخر يمكن أن يؤدي إلى تضليل مستخدمي تلك القائمة .
- ٥- يؤدي اختلاف تصنيف بعض بنود قائمة التدفقات النقدية من منشأة لأخرى إلى صعوبات في إجراء مقارنات بينها .

- ٦ -إن تحقيق المنشآت لتدفقات نقدية تشغيلية موجبة لا يقدم دليلاً على نجاح إدارة تلك المنشآت في سياساتها النقدية وتحقيق كفاية وكفاءة التدفقات النقدية التشغيلية.
- ٧ -إن قدرة التدفقات النقدية المتولدة من الأنشطة التشغيلية على تغطية الأنشطة التمويلية والاستثمارية للمنشأة يقدم دليلاً على كفاءة وكفاية التدفقات النقدية التشغيلية للمنشأة .
- ٨ -ينعكس ارتفاع التدفقات النقدية الحرة الموجبة إيجاباً على القيمة السوقية للسهم .
- ٩ -إن مؤشر التدفق النقدي الحر أفضل من مؤشر ربحية السهم في عملية تقييم الاستثمارات وفي تقدير القيمة المستقبلية للسهم .
- ١٠ -إن تحكم السياسات الإدارية واختلاف الطرق المحاسبية في حساب مؤشر ربحية السهم أدت إلى تراجع دوره كمقياس لتقييم الأسهم .
- ١١ -يتجاوز مؤشر التدفق النقدي الحر العديد من نواحي القصور المرتبطة بمؤشر ربحية السهم ومؤشر مكرر الربحية P/E من حيث تحكم السياسات الإدارية واختلاف الطرق المحاسبية في حساب تلك المؤشرات ، وعند تحقيق الشركات لخسائر وتجاهل استراتيجية الاستثمار وفق مؤشر P/E لعامل الخطر المرتبط بالاستثمار .
- ١٢ - فشل مؤشر مضاعف السعر السوقي للسهم في إعطاء تقييم صحيح للأسهم من خلال افتراضه بأن الأسهم ذات المضاعفات الأقل ستعطي عائدات رأسمالية أكبر في المستقبل.
- ١٣ - نجح مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر في إعطاء تقييم صحيح لمعظم الأسهم المدروسة من خلال افتراضه بأن الأسهم التي لها مضاعف تدفق نقدي حر أدنى من المعدل المطلوب للعائد على الاستثمار هي أسهم مقيمة في السوق بأدنى من قيمتها الحقيقية ، أي أن القيمة السوقية لتلك الأسهم سوف ترتفع في المستقبل.
- ١٤ - إن المحفظة الاستثمارية المشككة وفق معيار التدفق النقدي الحر تتفوق من حيث العائدات والأداء على المحافظ الاستثمارية المشككة وفقاً لمعيار التدفق النقدي التشغيلي ونسبة السعر إلى العائد P/E .

ثانياً - توصيات البحث :

من خلال النتائج التي توصلت إليها الدراسة يوصي الباحث بما يلي :

- ١ - عدم الإكتفاء بدراسة وتحليل رأس المال العامل والنسب المالية المعدة وفق أساس الإستحقاق عند دراسة السيولة والمرونة المالية للوحدة الإقتصادية ، إنما ننصح بدراسة وتحليل التدفقات النقدية بشكل عام والتدفق النقدي الحر بشكل خاص أيضاً.
- ٢ - ضرورة إيلاء عناية أكبر للتقييم وفق الأساس النقدي في مجال التقارير المالية وعدم الإكتفاء بالتقييم وفق أساس الإستحقاق ودراسة ربحية المنشآت عند دراسة وتقييم الأسهم والاستثمارات المستهدفة.
- ٣ - إيلاء المقاييس المعدة على الأساس النقدي أهمية أكبر ، حيث إتضح أن المقاييس المعدة على الأساس النقدي هي الأكثر قدرة بشكل عام على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية والعوائد النقدية على الاستثمار.
- ٤ - وجوب إعطاء قائمة التدفقات النقدية المزيد من الاهتمام والدراسة وتوعية المستثمرين والمحللين الماليين بأهميتها وإبراز دورها لمتخذي القرارات وللجهات المستخدمة للقوائم المالية المنشورة لما تتضمنه من معلومات تعكس قدرة الوحدة الإقتصادية على مواجهة الظروف الإقتصادية المحيطة بها وسلامة وضعها المالي ، إضافة إلى أنها تعكس وضع السيولة النقدية لدى الوحدة الإقتصادية ، ولتقديمها بيانات تمكن مستخدميها من الإستفادة منها في صنع وتقييم القرارات الاستثمارية والتمويلية الرشيدة والتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية.
- ٥ - ضرورة توحيد شكل قائمة التدفقات النقدية وتوحيد تصنيف بنودها ضمن الأنشطة الرئيسية للمنشأة ، وبشكل خاص توزيعات الأرباح والفوائد المدفوعة لغرض إجراء مقارنات بين الوحدات الإقتصادية .
- ٦ - وجوب إستثناء العناصر التي لا تتصف بالتكرار من عام لآخر من بنود قائمة التدفقات النقدية عند إجراء مقارنات بين الوحدات الإقتصادية المدروسة أو مقارنة بيانات نفس الوحدة الإقتصادية لأكثر من عام لتلافي حدوث تضليل لمستخدمي تلك القائمة .
- ٧ - ضرورة ربط التدفقات النقدية المتولدة من الأنشطة التشغيلية مع التدفقات النقدية من الأنشطة الأخرى لتحديد مدى كفاية وكفاءة التدفقات النقدية التشغيلية وقدرتها على تغطية الأنشطة الاستثمارية والتمويلية للوحدة الإقتصادية.
- ٨ - إفت إهتمام المستثمرين والمحللين الماليين إلى مفهوم التدفق النقدي الحر وماهيته وطرق حسابه واستخداماته ودوره في تقييم الأسهم والاستثمارات من خلال عقد دورات تدريبية متخصصة لهذا الغرض.

٩ - استخدام مؤشر مضاعف التدفق النقدي الحر إلى جانب مؤشر مكرر الربحية P/E في عملية تقييم الأسهم وتشكيل المحافظ الاستثمارية سواء من قبل المستثمرين أو من قبل شركات الوساطة المالية عند تقديمها المشورة للمستثمرين والمضاربين في سوق الأوراق المالية .

١٠ - استخدام النموذج الذي تم التوصل إليه في هذه الدراسة كمؤشر لتقييم الأسهم وعائداتها النقدية أو الرأسمالية المستقبلية .

١١ - ضرورة إجراء المزيد من الدراسات المشابهة عن النماذج المستخدمة لتقييم الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية ، وإجراء مقارنات بين النتائج التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة وبين نتائج دراسات مشابهة في أسواق مالية أخرى ، بحيث تشمل تلك الدراسات على قطاعات أخرى وعلى عينة أكبر وسلسلة زمنية أطول .

ملحقات البحث

ملحق رقم (1) نموذج عن الاستبيان المستخدم في البحث



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

استبيان عن دور التدفقات النقدية في تقييم الأسهم و صناعة قرار الاستثمار

يهدف هذا الاستبيان إلى دراسة التدفقات النقدية بصورة عامة والتدفقات النقدية الحرة بصورة خاصة ودورها في تقييم الأسهم و صناعة قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، وستستخدم بيانات هذا الاستبيان لأغراض علمية فقط تتمثل في دراسة تطبيقية كمتطلب لإنجاز رسالة ماجستير في قسم المحاسبة .

◀ الرجاء وضع إشارة (✓) عند الإجابة التي تراها مناسبة برأيك .

شاكر لكم تعاونكم

الباحث : حسام الديب

القسم الأول : (البيانات الشخصية)

١ العمر :

- أقل من 25 سنة
- 25 - 35 سنة
- 35 - 45 سنة
- 45 - 55 سنة
- 55 سنة فما فوق

٢ الدرجة العلمية :

- أقل من الإجازة الجامعية
- جامعي
- ماجستير
- دكتوراه

٣ الدرجة الوظيفية :

- أستاذ جامعي
- مدير / رئيس قسم
- القسم المالي والمحاسبي
- قسم إداري
- غير ذلك

٤ عدد سنوات العمل :

- أقل من عام
- 1 - 2 سنة
- 3 - 6 سنوات
- 7 - 10 سنوات
- 10 - 15 سنة
- أكثر من 15 سنة

-القسم الثاني : (أسئلة الاستبيان)

رقم	السؤال	الدرجة			
		أرفض بشدة	غير موافق	محايد	موافق بشدة
1	تعتبر التدفقات النقدية أحد أهم المؤشرات المالية التي تهتم المستثمر .				
2	يهتم المستثمر الرشيد بالعائد النقدي على الاستثمار بشكل أكبر من القدرة الكسبية للشركات .				
3	تقدم التدفقات النقدية التشغيلية الموجبة دليلاً على نجاح إدارة المنشآت في سياساتها النقدية .				
4	إن عدم ربط التدفقات النقدية التشغيلية المتولدة مع التدفقات النقدية الحاصلة من الأنشطة الأخرى عند دراسة التدفقات النقدية يشكل خللاً في عملية تقييم المنشآت .				
5	هناك اتجاه عام في المجتمع المالي يطالب بإيلاء عناية أكبر للتقييم وفق الأساس النقدي في مجال التقارير المالية .				
6	تعد المحاسبة على أساس الاستحقاق ودراسة ربحية المنشأة وحدها كافية لإجراء تقيماً وافياً عن الاستثمار المستهدف .				
7	هناك تراجع لمفهوم رأس المال العامل كمقياس للسيولة والمرونة المالية .				
8	إن أي تقييم للأسهم يستبعد التقييم وفق الأسس والمعايير النقدية يبقى تقيماً ناقصاً .				
9	يؤدي اختلاف تصنيف بعض بنود قائمة التدفقات النقدية ضمن أنشطة المنشآت الرئيسية مثل توزيعات الأرباح والفوائد المدفوعة إلى صعوبات في إجراء مقارنات بينها .				

					10	يؤدي احتواء الأنشطة التشغيلية على عناصر لا تتصف بالتكرار من عام لآخر إلى حدوث تضليل لمستخدمي تلك البيانات .
					11	من الأفضل استبعاد العناصر التي لا تتصف بتكرار حدوثها من عام لآخر من الأنشطة التشغيلية لقائمة التدفقات النقدية عند دراسة وتحليل القائمة .
					12	يعتبر تحليل النسب المالية أداة فعالة في تحليل قائمة التدفقات النقدية .
					13	إن التحيز الشخصي وصعوبة تحديد المعيار المناسب لإجراء المقارنة مع النسب المالية المستخرجة من قائمة التدفقات النقدية يشكل أحد أهم المحددات لدور تلك النسب في عملية تقييم الأسهم.
					14	يمكن الاكتفاء بتحليل النسب المالية المستخرجة من قائمة التدفقات النقدية عند إجراء تقييم للوضع النقدي للمنشآت .
					15	ترتبط كفاية التدفقات النقدية المتولدة من الأنشطة التشغيلية بمدى قدرتها على تغطية الأنشطة التمويلية والأنشطة الاستثمارية للمنشأة .
					16	أخذ الاعتماد على مؤشر ربحية السهم في تقييم الأسهم في التراجع نتيجة تحكم السياسات الإدارية والطرق المحاسبية في حساب ذلك المؤشر .
					17	يمثل وجود تدفقات نقدية حرة (صافي التدفقات النقدية التشغيلية مطروحاً منه صافي الإنفاق الرأسمالي) مؤشراً إيجابياً على كفاية وكفاءة التدفقات النقدية المتولدة من الأنشطة التشغيلية .
					18	ينعكس ارتفاع التدفقات النقدية الحرة إيجاباً على القيمة السوقية للسهم.

					19	لا يمكن للسياسات الإدارية أو اختلاف الطرق المحاسبية التأثير في حساب مؤشر التدفق النقدي الحر .
					20	يشكل التدفق النقدي الحر مؤشراً هاماً في تقدير القيمة المستقبلية للسهم.
					21	يعد مؤشر التدفق النقدي الحر أفضل من مؤشر ربحية السهم في عملية تقييم الاستثمارات.
					22	يقتصر استخدام نسبة سعر السهم إلى عائدته P/E على الاستثمار في الأسهم لفترة طويلة الأجل.
					23	يصبح استخدام نسبة P/E قاصراً في حالة الشركات الخاسرة أو في الأوضاع الاقتصادية السيئة والأزمات المالية.
					24	تتفوق المحافظ الاستثمارية المشكلة وفق نسبة P/E في الأداء والعائدات على مؤشرات الأداء عادةً.
					25	تتجاهل إستراتيجية الاستثمار وفق سعر السهم إلى عائدته P/E عامل الخطر المرتبط بالاستثمار.
					26	تتأثر نسبة P/E بشكل كبير بمستوى الأرباح المعلن عنها والتي يمكن أن تتحكم بها الشركة بشكل مصطنع.
					27	تتفوق المحافظ الاستثمارية المشكلة وفق نسبة القيمة السوقية الجارية لأسهم الشركة إلى تدفقاتها النقدية التشغيلية الصافية في الأداء والعائدات على مؤشرات الأداء عادةً.
					28	يستخدم تقييم الأسهم وفق التدفق النقدي عادة لأجل الاستثمار في الأسهم لفترات طويلة الأجل .

					29	إن استخدام التدفقات النقدية الحرة من قبل الإدارة يعطي صورة واضحة عن توجهاتها المستقبلية .
					30	تتفوق المحافظ الاستثمارية المشكلة وفقاً للتدفقات النقدية الحرة على مثيلاتها المشكلة وفقاً لنسبة سعر السهم إلى عائداته ونسبة القيمة السوقية الجارية للسهم إلى تدفقاته النقدية التشغيلية الصافية .
					31	تتفوق المحافظ الاستثمارية المشكلة وفق التدفقات النقدية الحرة من حيث العائدات والأداء على مؤشرات الأداء عادةً .

شكراً لتعاونكم

ملحق رقم (2) ربحية أسهم عينة الشركات المساهمة المدروسة

اسم الشركة	صافي الدخل	عدد الأسهم	ربحية السهم
بنك عودة	624544195	5,000,000	124.91
بنك بيمو السعودي الفرنسي	658515000	6,500,000	101.31
بنك سورية و المهجر	632197820	6,000,000	105.37
بنك بيلوس	176808018	4,000,000	44.20
بنك سورية والخليج	1985606	6,000,000	0.33
السورية الوطنية للتأمين NIC	180038589	1,700,000	105.91
السورية الدولية للتأمين AROP	73479774	2,000,000	36.74
المتحدة للتأمين UIC	99215005	1,700,000	58.36
بنك العربي	183445423	6,000,000	30.57
الأهلية للنقل	53033686	400,000	132.58
نماء الزراعية	16800000	560,000	30.00
المتحدة للنشر والاعلان UG	88067245	3,000,000	29.36
البنك الدولي للتجارة و التمويل	849785753	6,000,000	141.63
بنك سورية الاسلامي	267164718	10,000,000	26.72

ملحق رقم (3) القيم السوقية لعينة الشركات المساهمة المدروسة

اسم الشركة	عدد الأسهم	سعر السهم بتاريخ 2010-1-4	القيمة السوقية للشركة بتاريخ 2010-1-4	سعر السهم بتاريخ 2010-9-30	القيمة السوقية للشركة بتاريخ 2010-9-30
بنك عودة	5,000,000	ل.س. 1,914	ل.س. 9,570,000,000	ل.س. 2,750.07	ل.س. 13,750,350,000
بنك بيمو السعودي الفرنسي	6,500,000	ل.س. 1,639	ل.س. 10,653,500,000	ل.س. 2,131.95	ل.س. 13,857,675,000
بنك سورية و المهجر	6,000,000	ل.س. 1,141	ل.س. 6,846,000,000	ل.س. 1,603.53	ل.س. 9,621,180,000
بنك بيبيلوس	4,000,000	ل.س. 575	ل.س. 2,300,000,000	ل.س. 994.50	ل.س. 3,978,000,000
بنك سورية والخليج	6,000,000	ل.س. 446	ل.س. 2,673,120,000	ل.س. 532	ل.س. 3,192,000,000
السورية الوطنية للتأمين NIC	1,700,000	ل.س. 670	ل.س. 1,139,000,000	ل.س. 770.50	ل.س. 1,309,850,000
السورية الدولية للتأمين AROP	2,000,000	ل.س. 640	ل.س. 1,280,000,000	ل.س. 765.50	ل.س. 1,531,000,000
المتحدة للتأمين UIC	1,700,000	ل.س. 883	ل.س. 1,501,100,000	ل.س. 1,020.50	ل.س. 1,734,850,000
بنك العربي	6,000,000	ل.س. 1,116	ل.س. 6,696,000,000	ل.س. 1,661.42	ل.س. 9,968,520,000
الأهلية للنقل	400,000	ل.س. 1,173	ل.س. 469,200,000	ل.س. 1,128	ل.س. 451,200,000
نماء الزراعة	560,000	ل.س. 700	ل.س. 392,000,000	ل.س. 854.50	ل.س. 478,520,000
المتحدة للنشر والاعلان UG	3,000,000	ل.س. 527	ل.س. 1,581,000,000	ل.س. 469.75	ل.س. 1,409,250,000
البنك الدولي للتجارة و التمويل	6,000,000	ل.س. 1,403	ل.س. 8,419,320,000	ل.س. 1,507.36	ل.س. 9,044,160,000
بنك سورية الاسلامي	10,000,000	ل.س. 1,081	ل.س. 10,810,500,000	ل.س. 1,694.16	ل.س. 16,941,600,000

ملحق رقم (4) التدفقات النقدية الحرة لعينة الشركات المساهمة المدروسة

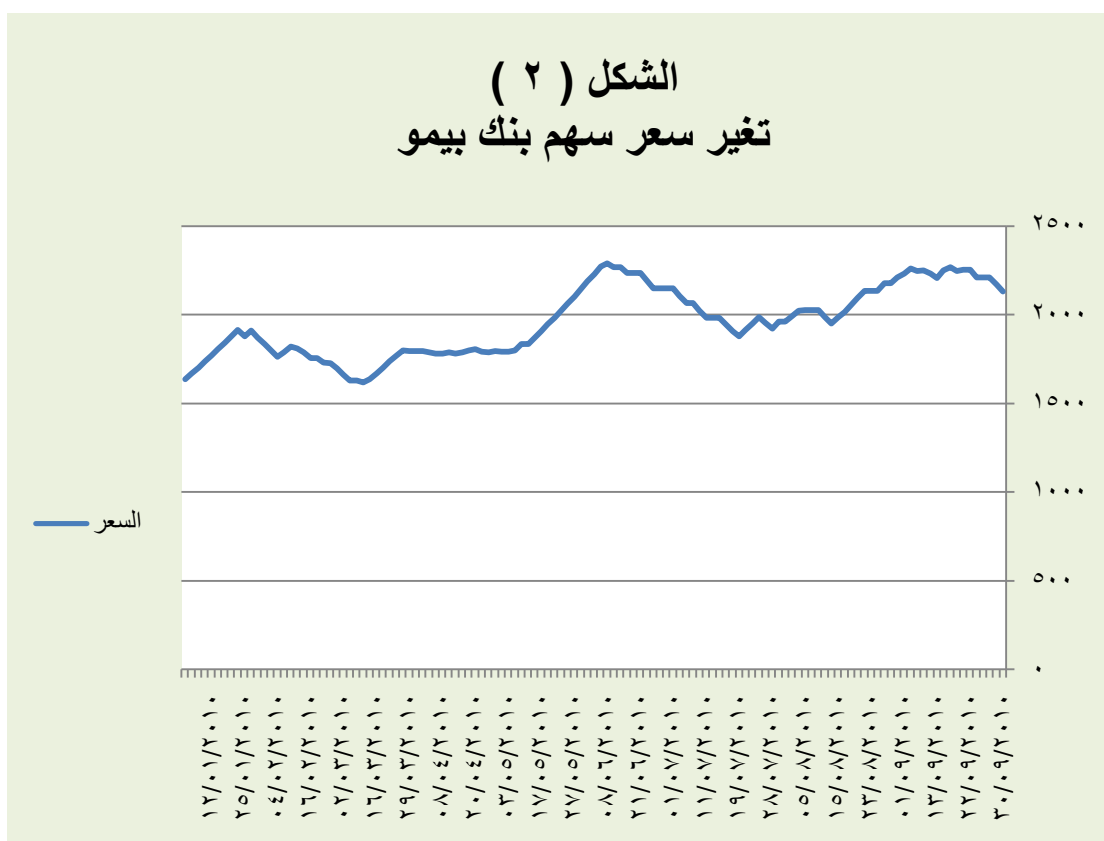
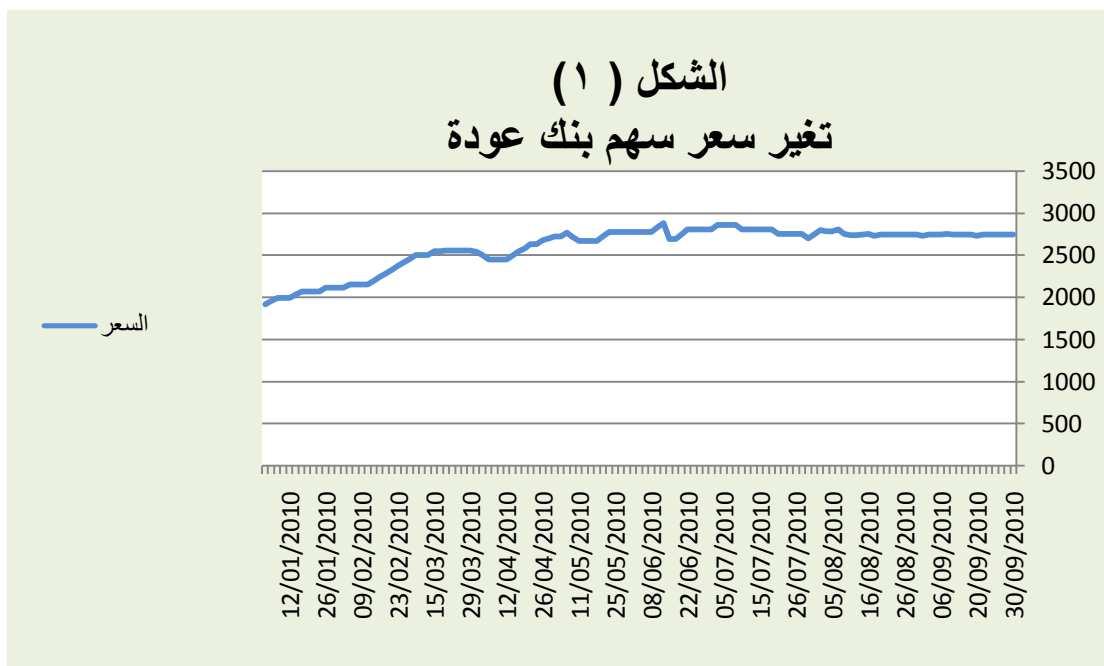
الشركة	السنوات	صافي التدفقات النقدية التشغيلية	صافي الانفاق الرأسمالي	التدفق النقدي الحر الصافي
بنك عودة	2007	ل.س. 12,539,317,170	ل.س. 326,178,781	ل.س. 12,213,138,389
	2008	ل.س. 10,904,341,442	ل.س. 729,552,283	ل.س. 10,174,789,159
	2009	(ل.س. 118,536,338)	ل.س. 344,638,020	(ل.س. 463,174,358)
بنك سورية الاسلامي	2007	ل.س. 4,202,215,436	ل.س. 1,187,944,060	ل.س. 3,014,271,376
	2008	(ل.س. 10,082,661,358)	ل.س. 604,511,614	(ل.س. 10,687,172,972)
	2009	(ل.س. 3,166,555,438)	ل.س. 718,963,282	(ل.س. 3,885,518,720)
البنك العربي	2007	ل.س. 5,965,813,583	ل.س. 600,325,358	ل.س. 5,365,488,225
	2008	ل.س. 1,187,218,807	ل.س. 217,806,572	ل.س. 969,412,235
	2009	(ل.س. 5,589,343,153)	ل.س. 190,633,829	(ل.س. 5,779,976,982)
بنك بيبيلوس	2007	ل.س. 3,645,932,757	ل.س. 302,409,159	ل.س. 3,343,523,598
	2008	ل.س. 1,704,938,588	ل.س. 258,231,335	ل.س. 1,446,707,253
	2009	(ل.س. 2,516,101,048)	ل.س. 204,514,328	(ل.س. 2,720,615,376)
بنك سورية والمهجر	2007	ل.س. 3,460,447,076	ل.س. 170,197,630	ل.س. 3,290,249,446
	2008	ل.س. 24,003,738	ل.س. 794,490,661	(ل.س. 770,486,923)
	2009	ل.س. 1,831,957,294	ل.س. 654,773,411	ل.س. 1,177,183,883

7,371,573,711.ل.س.	487,921,496.ل.س.	7,859,495,207.ل.س.	2007	البنك الدولي للتجارة والتمويل
(6,858,821,564.ل.س.)	719,348,931.ل.س.	(6,139,472,633.ل.س.)	2008	
(1,220,088,808.ل.س.)	568,364,765.ل.س.	(651,724,043.ل.س.)	2009	
155,669,104.ل.س.	469,326,925.ل.س.	624,996,029.ل.س.	2007	بنك سورية والخليج
(2,877,927,956.ل.س.)	501,705,476.ل.س.	2,376,222,480.ل.س.	2008	
4,121,370,308.ل.س.	473,971,538.ل.س.	4,595,341,846.ل.س.	2009	
6,104,448,615.ل.س.	359,341,572.ل.س.	6,463,790,187.ل.س.	2007	بنك بيمو
(2,001,304,066.ل.س.)	472,920,077.ل.س.	(1,528,383,989.ل.س.)	2008	
12,590,238,476.ل.س.	741,696,351.ل.س.	13,331,934,827.ل.س.	2009	
126,254,249.ل.س.	20,610,380.ل.س.	146,864,629.ل.س.	2007	السورية الدولية للتأمين
395,037,178.ل.س.	16,783,547.ل.س.	411,820,725.ل.س.	2008	
189,204,460.ل.س.	12,926,985.ل.س.	202,131,445.ل.س.	2009	
194,139,735.ل.س.	73,808,002.ل.س.	267,947,737.ل.س.	2007	المتحدة للتأمين
294,007,766.ل.س.	39,065,666.ل.س.	333,073,432.ل.س.	2008	
197,954,430.ل.س.	121,472,067.ل.س.	319,426,497.ل.س.	2009	
223,571,584.ل.س.	322,041,908.ل.س.	545,613,492.ل.س.	2007	السورية الوطنية للتأمين
1,122,563,947.ل.س.	47,418,354.ل.س.	1,169,982,301.ل.س.	2008	
(361,861,523.ل.س.)	7,847,440.ل.س.	(354,014,083.ل.س.)	2009	
5,783,993.ل.س.	323,817,246.ل.س.	329,601,239.ل.س.	2007	المتحدة للنشر والاعلان
97,085,147.ل.س.	77,179,361.ل.س.	174,264,508.ل.س.	2008	
(184,697,702.ل.س.)	60,610,302.ل.س.	(124,087,400.ل.س.)	2009	

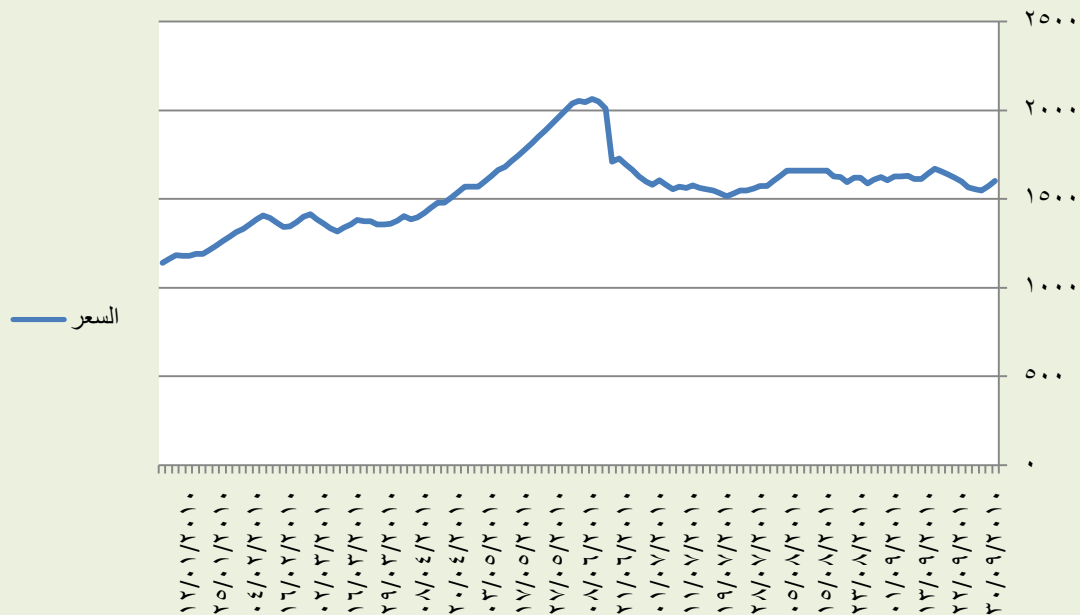
27,666,684.ل.س.	(5,280,000.ل.س.)	22,386,684.ل.س.	2007	نماء الزراعية
14,016,460.ل.س.	9,182,335.ل.س.	23,198,795.ل.س.	2008	
64,051,024.ل.س.	(641,695.ل.س.)	63,409,329.ل.س.	2009	
24,859,381.ل.س.	53,976,681.ل.س.	78,836,062.ل.س.	2007	الأهلية للنقل
(37,352,525.ل.س.)	121,873,177.ل.س.	84,520,652.ل.س.	2008	
99,490,565.ل.س.	1,427,600.ل.س.	100,918,165.ل.س.	2009	

ملاحظة : القيم بين قوسين تشير إلى قيم سالبة

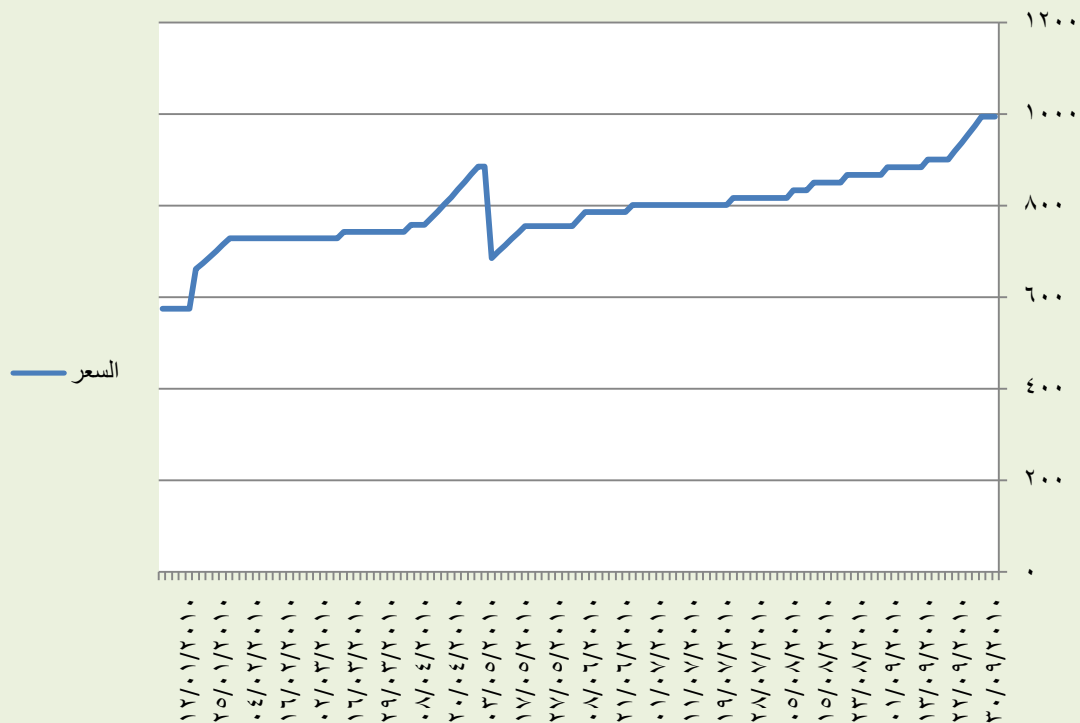
ملحق رقم (5) المنحنيات البيانية للتغير في القيم السوقية لأسهم العينة



الشكل (٣) تغير سعر سهم بنك سورية والمهجر

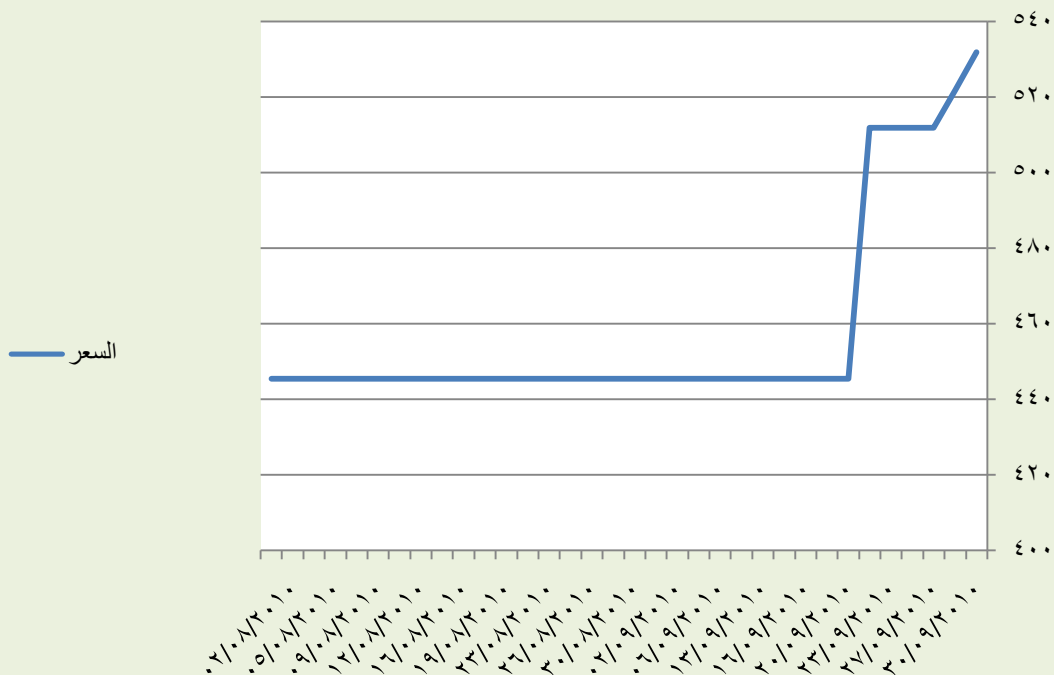


الشكل (٤) تغير سعر سهم بنك بيلوس



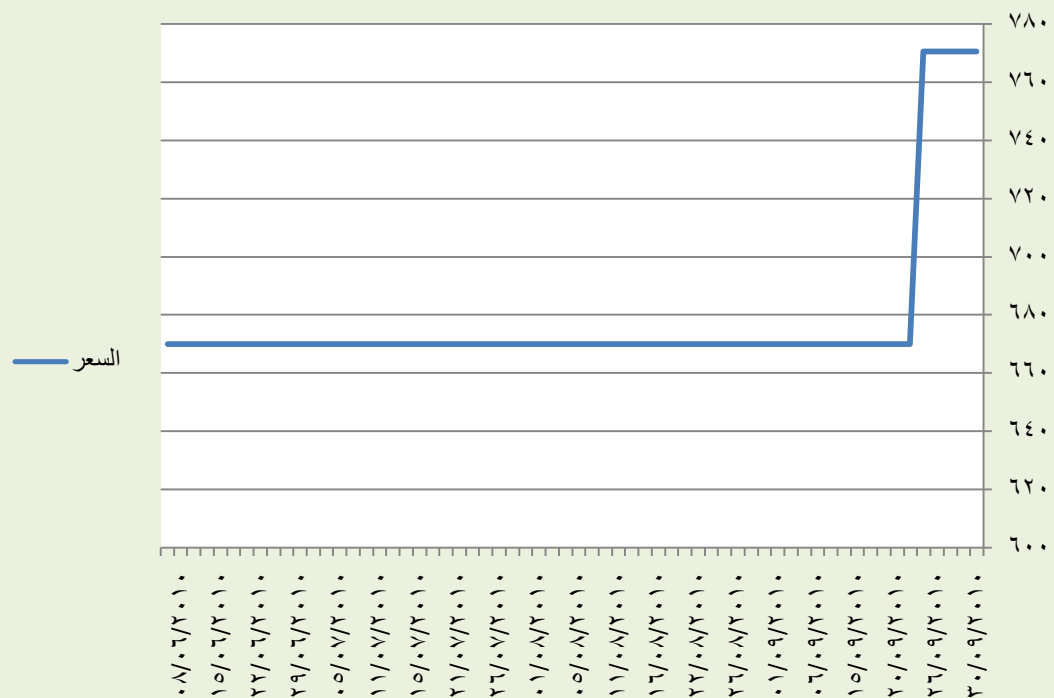
الشكل (٥)

تغير سعر سهم بنك سورية والخليج

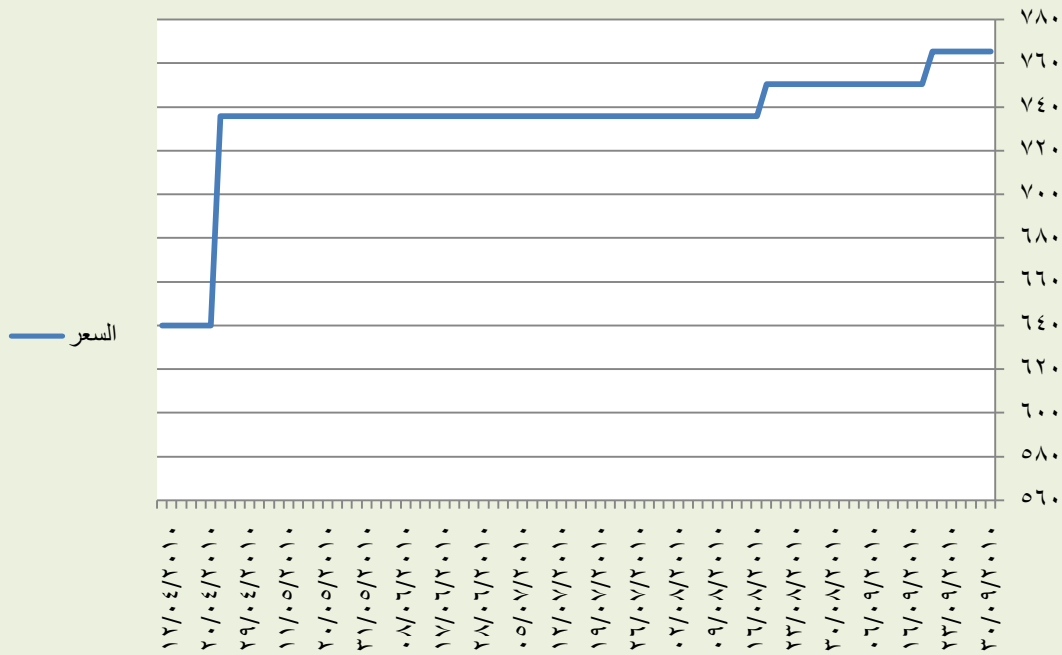


الشكل (٦)

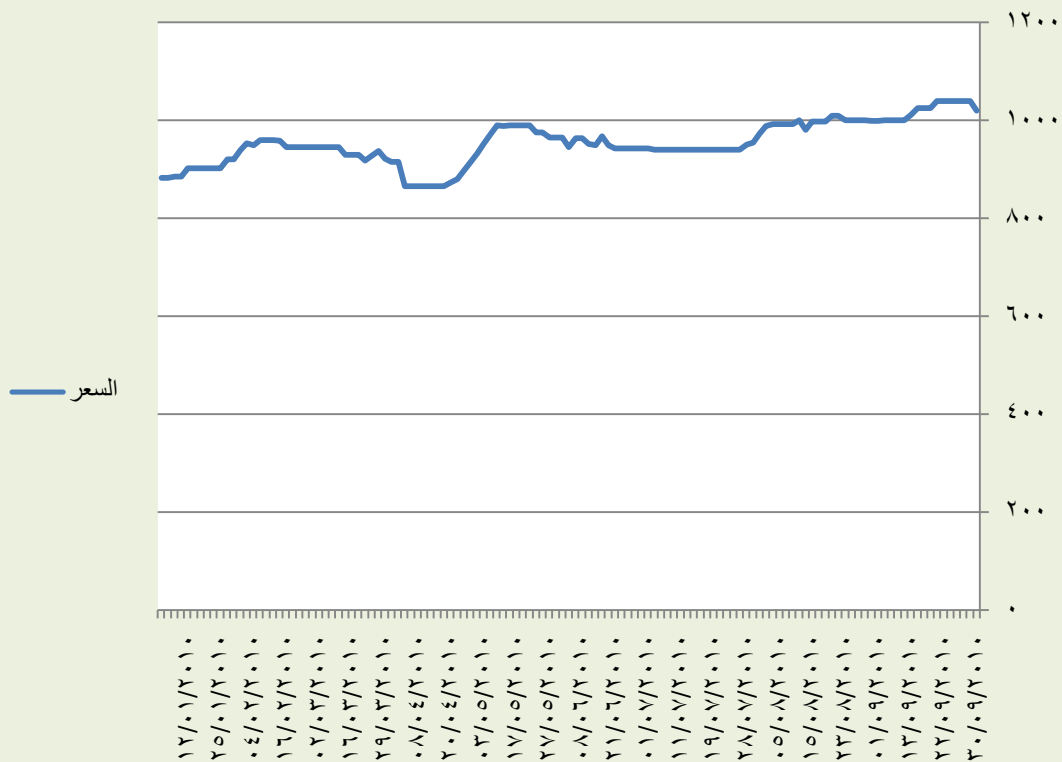
تغير سعر سهم السورية الوطنية للتأمين



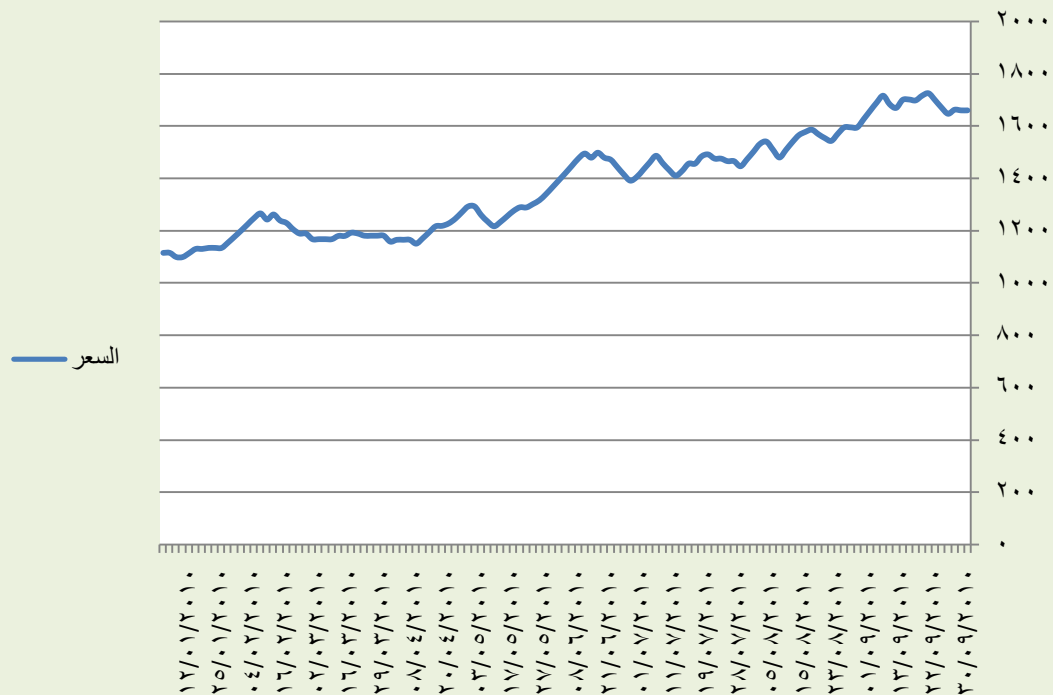
الشكل (٧)
تغير سعر سهم السورية الدولية للتأمين



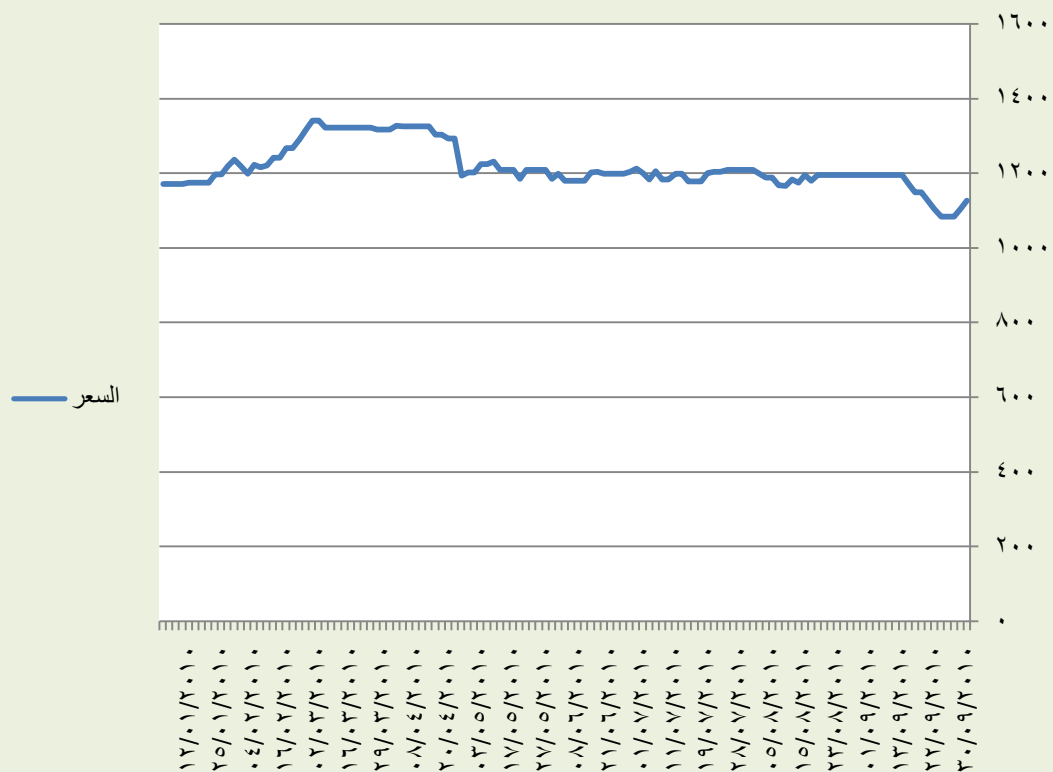
الشكل (٨)
تغير سعر سهم المتحدة للتأمين



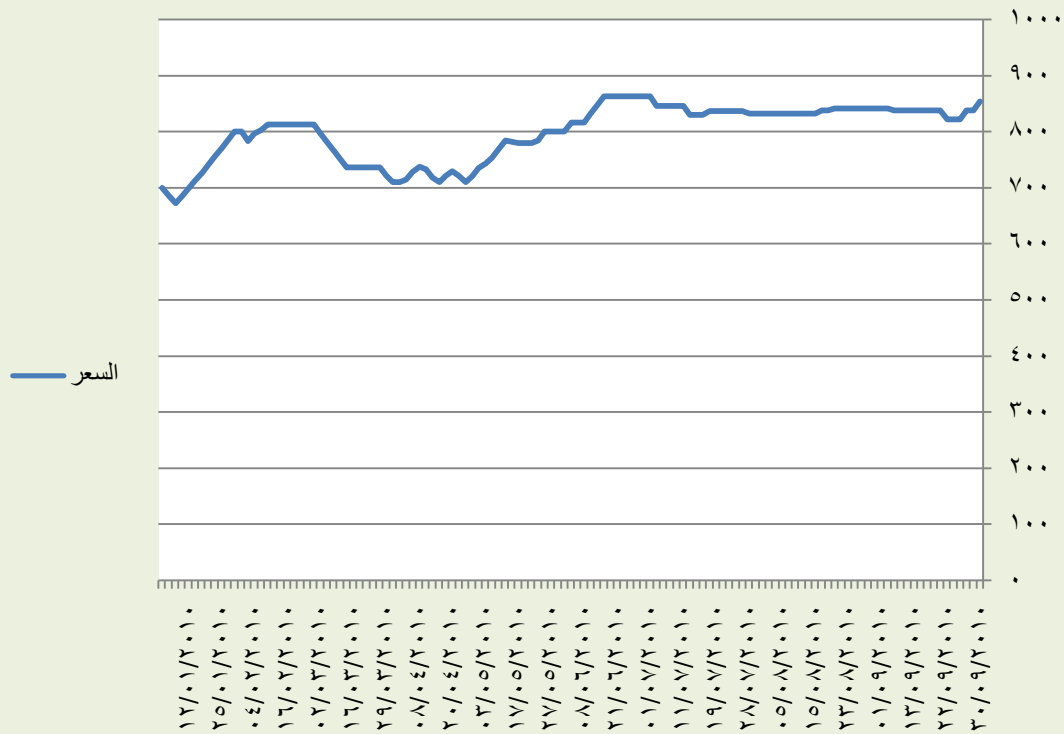
الشكل (٩)
تغير سعر سهم البنك العربي



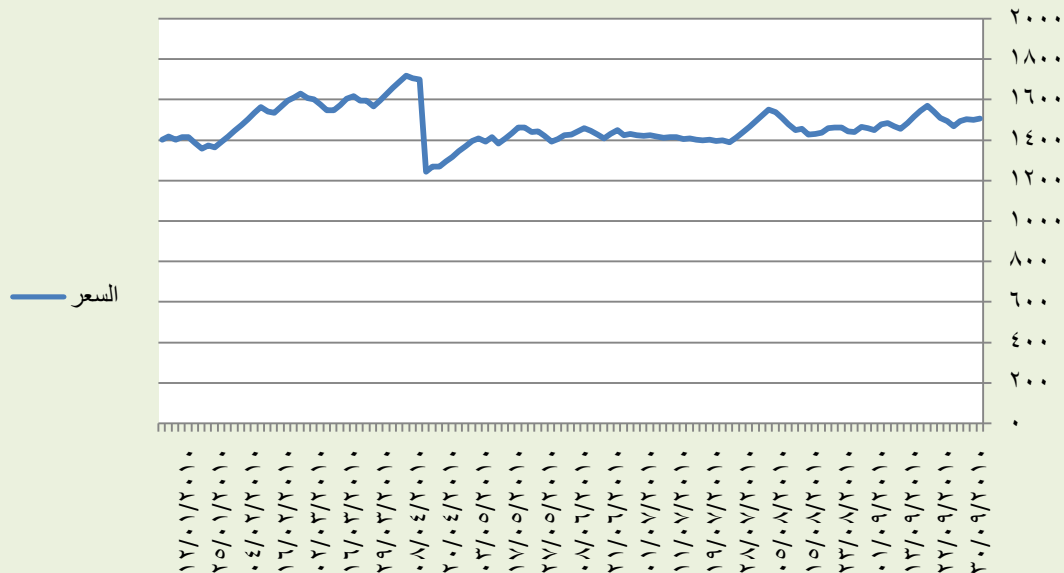
الشكل (١٠)
تغير سعر سهم الاهلية للنقل



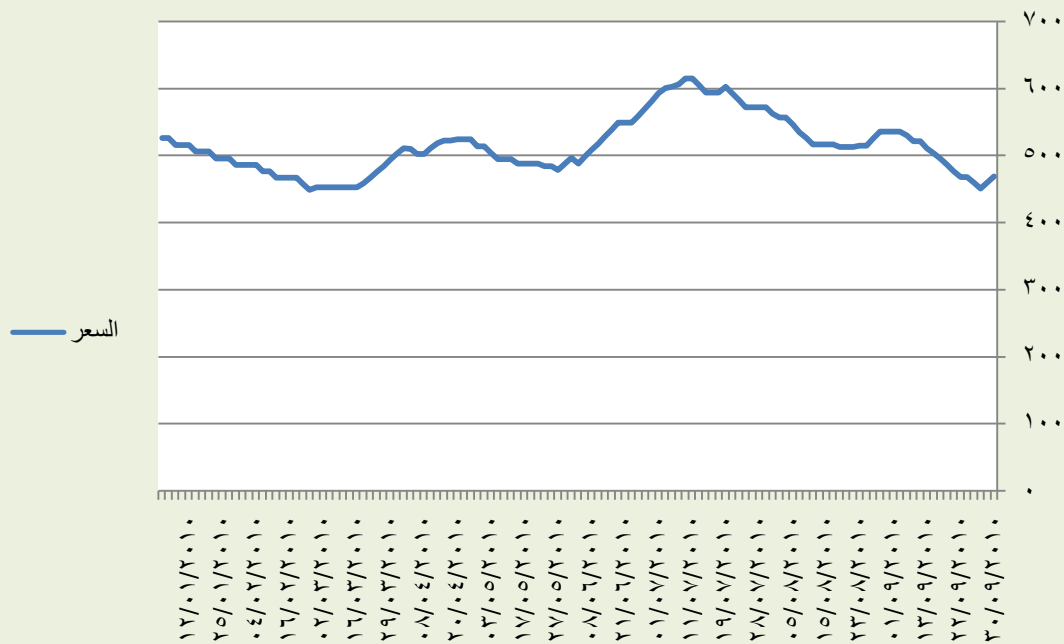
الشكل (١١)
تغير سعر سهم نماء الزراعية



الشكل (١٢)
تغير سعر سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل



الشكل (١٣)
تغير سعر سهم المجموعة المتحدة للنشر



قائمة المراجع

أولاً : المراجع العربية :

آ - الكتب :

- ١ - أبو المكارم ، وصفي : " دراسات متقدمة في المحاسبة المالية " . الطبعة الثانية ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الاسكندرية : 2004 .
- ٢ - الحسن ، صادق : " التحليل المالي والمحاسبي " دراسة معاصرة في الأصول العملية وتطبيقاتها . مجدلاوي للنشر ، عمان ، الأردن : 1998 .
- ٣ - الحياي ، وليد ناجي ، البطمة ، محمد عثمان : " التحليل المالي ، الإطار النظري وتطبيقاته العملية " . دار حنين ، مكتبة الفلاح ، عمان ، الأردن : 1996 .
- ٤ - الدهراوي ، كمال الدين : " تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار " . الدار الجامعية ، الإسكندرية : 2004 .
- ٥ - المعايير المحاسبية الدولية لإعداد التقارير المالية 2008 منشورات جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين . عمان ، الأردن : 2008 .
- ٦ - برغام ، أيجن : " الإدارة المالية (1) مفاهيم أساسية وتقييم الأدوات المالية " . ترجمة : محمد فتوح ، و محمد عبد الكريم . دار شعاع للنشر ، حلب : 2010 .
- ٧ - حجازي ، محمد عباس : " قوائم التدفقات النقدية الإطار الفكري والتطبيق العملي " . دار نهضة مصر ، القاهرة . مصر 1998 .
- ٨ - حسون ، توفيق : " الإدارة المالية " قرارات الاستثمار وسياسات التمويل في المشروع الاقتصادي " . منشورات جامعة دمشق : 2009 .
- ٩ - حماد ، طارق عبد العال : " موسوعة معايير المحاسبة " . الجزء الأول . عرض القوائم المالية . الدار الجامعية ، الإسكندرية : 2006 .
- ١٠ - حنان ، رضوان حلوه : " النموذج المحاسبي المعاصر من المبادئ إلى المعايير " . الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر ، الأردن : 2003 .
- ١١ - دهمش ، نعيم : " قائمة التدفقات النقدية من الناحية العملية والعلمية " . معهد الدراسات المصرفية ، عمان ، الأردن : 1996 .
- ١٢ - زامل ، أحمد محمد : " المحاسبة الإدارية مع تطبيقات بالحاسب الآلي " من جزأين . معهد الإدارة العامة ، الرياض : 2000 .
- ١٣ - فضالة ، أبو الفتوح علي : " التحليل المالي وإدارة الأموال " . دار الكتب العلمية ، القاهرة : 1995 .
- ١٤ - فلوح ، صافي . و إسماعيل إسماعيل . ومرعي ، عبد الرحمن . و حمزة ، محي الدين : " تحليل القوائم المالية " . مطبعة الروضة ، جامعة دمشق ، دمشق : 2009 .

- ١٥ - فلوحي ، صافي : " المحاسبة الإدارية ودراسة الميزانيات " . الطبعة الثالثة عشرة ، منشورات جامعة دمشق ، مطبعة دار الكتاب : 2007.
- ١٦ - محمد ، منير شاكر . وإسماعيل إسماعيل . ونور عبد الناصر : " التحليل المالي مدخل صناعة القرارات " . مطبعة الطليعة ، عمان . الأردن : 2000.
- ١٧ - مطر ، محمد : " الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والإئتماني " . الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر ، الأردن : 2003 .

ب - القوانين والتشريعات :

- ١ - المرسوم 287 لعام 1978 .
- ٢ - المرسوم التشريعي / 55 / لعام 2006 " قانون سوق الأوراق المالية " .
- ٣ - المرسوم 490 لعام 2007 .

ج - الدوريات :

- ١ - "الجريدة الرسمية للجمهورية العربية السورية" الجزء الأول ، العدد 6 لسنة 1978 .
- ٢ - الوابل ، علي الوابل : " المحتوى الإعلامي لقائمة التدفقات النقدية " . الإدارة العامة ، المجلد 36 ، العدد 2 ، السعودية : 1996 .
- ٣ - عراقي ، عبد الصمد عراقي : " المحاسبة عن التدفقات النقدية طبقاً للمعايير الأمريكية " . دراسة اختبارية ، الإدارة العامة ، العدد 65 ، السعودية : 1996 .

د - البحوث والتقارير :

- ١ - إسماعيل إسماعيل " دور المحلل المالي في الأسواق المالية " . من أعمال الفعاليات العلمية لجمعية المحاسبين القانونيين السوريين ، دمشق ، نيسان : 2008.
- ٢ - الأهلية للنقل ، التقارير المالية السنوية ، عام 2007 - 2009 م .
- ٣ - السورية الدولية للتأمين ، التقارير المالية السنوية ، عام 2007 - 2009 م .
- ٤ - السورية الوطنية للتأمين ، التقارير المالية السنوية ، عام 2007 - 2009 م .
- ٥ - المتحدة للتأمين ، التقارير المالية السنوية ، عام 2007 - 2009 م .
- ٦ - المتحدة للنشر والإعلان ، التقارير المالية السنوية ، عام 2007 - 2009 م .
- ٧ - بنك الدولي للتجارة والتمويل ، التقارير المالية السنوية ، عام 2007 - 2009 م .
- ٨ - بنك العربي سورية ، التقارير المالية السنوية ، عام 2007 - 2009 م .
- ٩ - بنك بيلوس سورية ، التقارير المالية السنوية ، عام 2007 - 2009 م .
- ١٠ - بنك بيمو السعودي الفرنسي ، التقارير المالية السنوية ، عام 2007 - 2009 م .
- ١١ - بنك عودة سورية ، التقارير المالية السنوية ، عام 2007 - 2009 م .
- ١٢ - بنك سورية الدولي الإسلامي ، التقارير المالية السنوية ، عام 2007 - 2009 م .
- ١٣ - بنك سورية والمهجر ، التقارير المالية السنوية ، عام 2007 - 2009 م .
- ١٤ - بنك سورية والخليج ، التقارير المالية السنوية ، عام 2007 - 2009 م .
- ١٥ - نماء الزراعية ، التقارير المالية السنوية ، عام 2007 - 2009 م .

ثانياً : المراجع باللغة الإنكليزية :

- 1- Dennis J. THE FIVE KEYS STEPS TO VALUE INVESTING . Mc Graw- hill , inc. New York : 2003.
- 2- Eugen F. Brigham and Michael c. Ehrhardt . Financial management theory and practice . Thomson south western , inc . New York : 2005 .
- 3- FERDINAND GUL , " AN Analysis of Joint effects of Investment Opportunity set , free cash flows and Size on Corporate Debt Policy " , The state University of New Jersey – Accounting & Informations Systems Department , 2004.
- 4- Gallaghe , Timothy .J. and Joseph D. And Rew , Jr , Financial management , 2nd ed , prentichall , inc . Boston 2000 .
- 5- IASC, " Statement of cash flow " IAS7.
- 6- IGNACIO VELEZ-PAREJA ," The Correct Definition for the Cash Flows to Value a Firm (Free Cash Flow and Cash Flow to Equity)" , University of Colombia , 2005 .
- 7- Irvin N. Gleim .Dale L.Flesher , CMA Review, Thirteenth edition.Gleim Publication , inc.Florida 2006.
- 8- JAMES OHLSON ," A Unified Valuation Framework for Dividends , Free Cash Flows, Residual Income , and Earnings Growth Based Models", Arizona State University , Department of Accounting , 2006.
- 9- John athanmun . Real options analysis tools and techniques for decisions . john wiley & sons , inc. New York : 2000.
- 10- Kenneth S. Hackel . and Joshualivnat . cash flow and security analysis , second edition . IRWIN , inc. New York :2000 .
- 11- Meigs , Robert F. And Meigs , walter B. Accounting The basis for business decisions , ninth edition .Mc Grath – hill , inc. New York :1993.
- 12- Sandra subramaniam , " Free cash flows , Golden Parachutes , and the Discipline of Takeover Activity " , University of Texas, Department of accounting , 1995.

ثالثاً : المواقع الإلكترونية :

- ١ -مجلة وول ستريت : [/http://online.wsj.com](http://online.wsj.com)
- ٢ -موقع جامعة نيويورك : [http://www.nyu.edu/cgi-](http://www.nyu.edu/cgi-bin/search/NYUSearch.pl?query=p%2Fe+ratio&submit=go)
[bin/search/NYUSearch.pl?query=p%2Fe+ratio&submit=go](http://www.nyu.edu/cgi-bin/search/NYUSearch.pl?query=p%2Fe+ratio&submit=go)
- ٣ -موقع سوق دمشق للأوراق المالية : www.dse.sy
- ٤ -موقع وزارة المالية السورية : www.syrianfinance.org/
- ٥ -موقع مصرف سورية المركزي : www.banquecentrale.gov.sy/