

# تقييم أسهم المصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام نموذج الدخل المتبقي/Rim/

أ.د. كنجو عبود كنجو<sup>1</sup>. سلمان أحمد معلا<sup>2</sup> علا جمال البغدادي<sup>3</sup>

البريد الإلكتروني: [Olabaghdadi1989@gmail.com](mailto:Olabaghdadi1989@gmail.com)

الهاتف المحمول: 0941553947

## الملخص:

هدف البحث إلى تحديد قدرة نموذج الدخل المتبقي على تقييم أسهم المصارف التجارية، المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2014/1/1 ولغاية 2016/12/31. ولتحقيق هذا الهدف تم احتساب "القيم الحقيقية" لسهمي المصرف الدولي للتجارة والتمويل ومصرف بيمو السعودي الفرنسي، من خلال حساب معدل العائد المطلوب على السهم باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM بهدف الحصول على القيمة الحالية المخصومة للدخل المتبقي وإضافتها للقيمة الدفترية السهم والتوصل للقيمة الحقيقية ومقارنتها مع سعر السهم في السوق، وقد تم إجراء التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS. حيث جرى التوصل إلى مجموعة من النتائج، لعل أهمها: عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين القيم الحقيقية للأسهم وأسعارها في السوق؛ كما تبين أن أسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية منخفضة جداً وعوائدها سالبة، مما أدى لانخفاض العائد المطلوب على السهم. لم تظهر فعالية نموذج الدخل المتبقي في تقييم الأسهم، لأن أسعار الأسهم لم تعكس قيمتها الحقيقية بشكل كامل، بل تأثرت بعوامل أخرى، غير الأرباح من مثل الظروف الاقتصادية والسياسية للبلد.

**الكلمات المفتاحية:** سوق دمشق للأوراق المالية، أسهم المصارف التجارية التنبؤ، نموذج الدخل المتبقي، القيمة الحقيقية للسهم.

<sup>1</sup> أستاذ في قسم إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة حماه.  
<sup>2</sup> مدرس في قسم التمويل والمصارف، كلية الاقتصاد، جامعة حماه.  
<sup>3</sup> طالبة دراسات عليا (ماجستير)، كلية الاقتصاد، جامعة حماه.

## **Evaluation of Commercial Banks' Shares in Damascus Stock Exchange using Residual Income Model /RIM/**

### **Abstract:**

This research aimed to determine the ability of Residual Income Model to evaluate the of commercial banks listed on Damascus stock exchange, during the period from 1/1/2014 to 31/12/2016. To achieve this purpose, intrinsic value was calculated for bank BEMO and International Bank for Trade & Financing using required rate of return (CAPM) to get discounted current value for residual income and added it to book value and compare it with market price of share, then conduct statistical analysis using a spss program. Many of results have been reached, the most important of which are; the absence of significant statistical differences between the real values of the shares and their prices in the market , shares' prices in Damascus Stock Exchange are also very low and their returns were negative, which led to a decrease in the required return on the stock ,consequently, the effectiveness of the residual income model didn't appear in the stock valuation because prices did not fully reflect stocks value due to factors other than profits such as the economic and political conditions of the country.

**Keywords:** Forecasting, Damascus securities exchange, shares of commercial banks, Residual Income Model, intrinsic value.

## 1-المقدمة:

يعد الاستثمار العنصر الحيوي والفعال في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية في المجتمع. وهو المحرك الرئيسي لعجلة النشاط الاقتصادي، وقد أصبح الاستثمار في الأسواق المالية من أهم مجالات الاستثمار عالمياً وأكثرها مخاطرة، لذا فإن عملية اتخاذ القرار الاستثماري من أهم القرارات الاستراتيجية الضرورية في السوق المالي، والتي تتطلب معرفة ودراية بكل من عائد الاستثمار ومخاطرته، مما يدفع المستثمرين لاتباع العديد من الوسائل للتعويض بالاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم من أجل اتخاذ هذا القرار.

يعد تحديد "القيمة الحقيقية" للسهم العامل الأساسي في اتخاذ القرار الاستثماري، لأن كل أصل سواء كان مالياً أو حقيقياً له قيمة، ومعرفة هذه القيمة هي مفتاح الاستثمار الناجح في الأصل، وما يبرر القيام بعملية التقييم هو أن المستثمر غير مستعد أن يدفع في أصل ما أكثر مما يستحق، فالسعر الذي تباع به الأصول لا يمكن تبريره إلا من خلال التدفقات النقدية المتوقعة منها، لذا فإن الثمن المدفوع في أي أصل يجب أن يعكس التدفقات النقدية المتوقعة منه.

انطلقت نماذج التقييم من حقيقة انعكاس القيمة في السعر وبنيت عليها، مثل: نموذج خصم التدفقات النقدية، الذي تفرع عنه نموذج خصم التوزيعات النقدية، تلاها ظهور نماذج أخرى مثل: نموذج الأرباح المتبقية، ونموذج المضاعفات، ونموذج التأكد المعادل، ورغم أن هذه النماذج تختلف بالعديد من النقاط مثل: كيفية تقدير القيمة الحقيقية، والوقت الذي تستغرقه حتى تنعكس القيمة في السعر، لكن جميعها تتفق بأن السعر لا يمكن تبريره إلا بقيمة الأصل، والمكاسب المتوقعة منه.

من هنا جاء هذا البحث لمعرفة كيفية تقييم الأسهم باستخدام نموذج الدخل المتبقي، لاختبار مدى دقته، وقدرته على تفسير سعر السهم، وتحديد الأسهم المقيمة بأقل أو أعلى من قيمتها في سوق دمشق للأوراق المالية، بغية ترشيد قرارات المستثمرين فيها، وتعظيم عوائد الاستثمار.

## 2-مشكلة البحث:

إن أسعار الأسهم في الأسواق المالية متغيرة باستمرار، ولكي يستطيع المستثمرون اختيار الأسهم التي تحقق لهم عوائد أعلى فإنهم بحاجة لمعرفة القيمة الحقيقية لتلك الأسهم ومدى انعكاس هذه القيمة في سعرها السائد في السوق، وذلك باتباع منهجيات تحليل وتقييم الأدوات الاستثمارية المختلفة كالتحليل الأساسي أو الفني أو نماذج تقييم الأسهم بهدف التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم، وبالتالي يمكن تلخيص مشكلة البحث بالسؤال الآتي:

ما مدى قدرة نموذج الدخل المتبقي على تفسير أسعار أسهم المصارف التجارية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

### 3-أهداف البحث:

يهدف هذا البحث لتحقيق ما يلي:

- تحديد قدرة نموذج الدخل المتبقي على تفسير أسعار أسهم المصارف التجارية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- التعرف على كيفية حساب قيمة السهم باستخدام نموذج الدخل المتبقي.
- تحديد الأسهم المقيمة بأقل أو أعلى من قيمتها الحقيقية في سوق دمشق للأوراق المالية.
- تحديد العوامل الأكثر تأثيراً في قيمة السهم.

**4-أهمية البحث:** تأتي أهمية البحث من دور الاستثمار في تحقيق النمو الاقتصادي وضرورة انعكاس القيمة في السعر ومحاولة إيجاد أفضل الأساليب لمساعدة المستثمرين في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ بالأسهم.

### 5-فرضيات البحث: يقوم البحث على الفرضية الرئيسية التالية:

لا توجد فروقات ذات دلالة إحصائية بين متوسط أسعار أسهم المصارف التجارية الخاصة وقيمتها الحقيقية وفقاً لنموذج الدخل المتبقي في سوق دمشق للأوراق المالية.

**6-منهجية البحث:** تحقيقاً لأهداف البحث تم الاعتماد على المنهج الوصفي في استعراض الأدبيات ذات الصلة بموضوع البحث من خلال توضيح مفهوم نموذج الدخل المتبقي وأهميته في تقييم الأسهم، أما في الجانب العملي ستعتمد الباحثة على البيانات المالية المنشورة للمصرفين عينة الدراسة في سوق دمشق للأوراق المالية وحساب قيم الأسهم ومقارنتها مع أسعار إغلاق هذه الأسهم باستخدام البرنامج الإحصائي Spss لاختبار الفرضيات وتحليل النتائج.

### 7-مجتمع وعينة البحث:

تم اختيار المصارف التجارية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كمجتمعاً للبحث أما عينة البحث فهي مصرف بيمو السعودي الفرنسي والمصرف الدولي للتجارة والتمويل كونهما الأقدم من حيث التأسيس والإدراج في السوق المالي.

### 8-حدود البحث:

- الحدود المكانية: تم البحث من واقع البيانات المالية التاريخية لأسهم المصرفين عينة الدراسة في سوق دمشق للأوراق المالية وهما:

- المصرف الدولي للتمويل والتجارة
- بنك بيمو السعودي الفرنسي

- الحدود الزمانية: تغطي الدراسة التطبيقية لهذا البحث الفترة من 2014/1/1 ولغاية 2016/12/31.

### 9-متغيرات البحث: المتغير المستقل: قيمة السهم وفقاً لنموذج الدخل المتبقي.

المتغير التابع: سعر السهم.

–دراسة (شاهين، سوسن، 2014) (جامعة تشرين، سوريا)

"اختبار ملاءمة قيمة الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية للسهم في سوق دمشق للأوراق المالية":

اختبرت هذه الدراسة ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية المتمثلة بالأرباح والقيم الدفترية لأسهم الشركات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. اعتمدت الدراسة على نموذج العائد المطور وعلى نموذج السعر باستخدام بيانات القوائم المالية السنوية للشركات المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2009-2012. واختبرت الدراسة كذلك تأثير عوامل أخرى على ملاءمة القيمة وهي: حجم الشركة وطبيعة الأرباح وإشارة الأرباح، وأظهرت نتائج الدراسة وفق نموذج العائد بأن الأرباح غير ملائمة لتفسير التغيرات في عوائد الأسهم، وبالتالي لا يقدم نموذج العائد أدلة على ملاءمة قيمة الأرباح المحاسبية عند اختباره على كامل مجتمع الدراسة، بينما تظهر النتائج وفق نموذج السعر بأن ربحية كل سهم وقيمه الدفترية ملائمة لتفسير التغيرات في أسعار الأسهم، وبالتالي يقدم نموذج السعر أدلة على ملاءمة قيمة الأرباح والقيم الدفترية للأسهم ويمكن للمستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية الاعتماد على نموذج السعر لتقييم ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية، كما أظهرت الدراسة أن ملاءمة القيمة تتأثر بطبيعة الأرباح وإشارة الأرباح وحجم الشركة.

–دراسة (vuyo mafata, 2015) (University of the Witwatersrand) (South Africa)

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

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

–دراسة (النواجحة، فؤاد، 2014) (الجامعة الإسلامية غزة) (فلسطين)

بعنوان "قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين":

بحثت هذه الدراسة العلاقة بين القيمة الحقيقية للأسهم باستخدام نماذج تسعير الأصول الرأسمالية (نموذج خصم التوزيعات النقدية-نموذج التدفقات النقدية-نموذج التقييم المحاسبي) وذلك لعينة الدراسة المكونة من 24 شركة، وكانت المتغيرات المستقلة التي بحثتها الدراسة هي القيمة الحقيقية للأسهم باستخدام النماذج الثلاثة المذكورة، أما المتغير التابع سعر السهم السوقية. وقد خلصت الدراسة إلى أن نموذج التقييم المحاسبي أفضل من نموذج خصم التدفقات النقدية ونموذج خصم التوزيعات في إظهار القيمة الحقيقية للأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية.

## –دراسة(Kristiansand) (university of agder) (Mats s.jakobse, 2010)

بعنوان: كيف نقيم الشركات الخاصة؟ دراسة حالة شركة سور لاند شيبس

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

### 10-مساهمة البحث:

تميزت الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بأن مجتمع البحث هو المصارف التجارية المرجحة في سوق دمشق للأوراق المالية بينما كان مجتمع البحث للدراسات السابقة هو الشركات الخاصة في بورصة فلسطين أو دمشق أو بورصة جوهانسبرغ أما من ناحية أسلوب الدراسة ففي الدراسات السابقة تم بحث العوامل المؤثرة على القيمة والعلاقة بين الأرباح والقيمة الدفترية والسعر باستخدام نماذج مختلفة مثل نموذج السعر أو العائد أو نموذج المضاعفات أو نموذج خصم التوزيعات ونموذج الدخل المتبقي، أما الدراسة الحالية اختبرت قدرة نموذج الدخل المتبقي فقط في تحديد أسعار أسهم المصارف في سوق دمشق للأوراق المالية.

### 11-أدبيات الدراسة:

#### 1-11- مفهوم القيمة:

تمثل القيمة بعداً محدداً للقياس في أي اقتصاد سوق، وهي جوهر الفكر الاقتصادي، فعند البدء بالعملية الاستثمارية تكون التوقعات بأن سعر البيع سيكون أعلى من سعر الشراء وذلك لتعويض المستثمر عن المخاطر التي يتعرض لها. وتعد القيمة مقياساً جيداً للأداء لأنها تأخذ في الاعتبار المصالح طويلة الأجل لجميع الأطراف ذوي العلاقة بالشركة وليس فقط المساهمين،(wessels, Koller,Goedhart,1990).

وتأخذ القيمة شكل أرباح أو شكل أسهم جديدة (جزء من رأس المال) ويشكل عام يتم تحديد القيمة التي يحصل عليها الأطراف ذوي العلاقة بالشركة من خلال العوائد المستقبلية المتوقع تحقيقها من قبل الشركة والمخاطر المرافقة لهذه العوائد والناجمة عن انحراف العوائد عن العائد المتوقع (Claesson, 2011)، كما عُرِّفت القيمة الجوهرية للأصل بأنها قيمة الأصل التي تفسر كامل خصائصه الاستثمارية.(stowe,robinson,pinroe,Jerald, 2010)

#### 11-2- القيم المختلفة للسهم:

يصدر سهم المنشأة عادةً بقيمة معينة عند الاكتتاب ثم ينحرف عن هذه القيمة وتصبح له قيم عدة وهي:

-القيمة الاسمية: هي قيمة السهم عندما يطرح للاكتتاب من قبل ملاك الشركة وتحدد وفق القوانين الخاصة والعامّة والتي على أساسها يتم توزيع الأرباح.

-القيمة الدفترية: تعبر عن قيمة السهم المدونة في سجلات الشركة المحاسبية والتي تعبر عن موجودات الشركة في وقت معين مطروحاً منها جميع الالتزامات المترتبة عليها في ذلك الوقت.

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

وتعكس القيمة الدفترية ما قدمه المساهمون مباشرة (رأس المال المدفوع والعلاوات) أو بشكل غير مباشر (عن طريق احتجاز الأرباح) لتمويل استثمارات الشركة، لكنها لا تعكس القوة الإيرادية لهذه الاستثمارات.

-القيمة الحقيقية (العادلة): يدل مفهوم القيمة العادلة على القيمة الحقيقية وكما عرفت سابقاً القيمة الحقيقية هي القيمة التي تفسر الخصائص الاستثمارية كاملة للأصل وهي القيمة التي تبررها الحقائق المالية والاقتصادية وتتمثل بموجودات الشركة والأرباح المتوقع توزيعها ومعدلات النمو المتوقعة في الأرباح وإذا ما تحققت هذه القيمة في سوق الأوراق المالية فإنها تعكس حالة توازن السوق المالية لتؤثر على مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة بهدف تصحيح اتجاهات حركة الأسعار السوقية نحو قيمتها الحقيقية. إذاً تحليل المستثمر للقيمة الحقيقية ومقارنتها بالأسعار السائدة في السوق سيحدد فيما إذا كان السهم ذو تسعير مضخم أو تسعير مخفض.

-القيمة السوقية:

وهي السعر الذي يباع به السهم في السوق وتحدد القيمة السوقية بناء على ظروف العرض والطلب في السوق المالي والظروف الاقتصادية العامة كالتضخم والانكماش وتنبؤات وتوقعات المحللين الماليين والمستثمرين لمستقبل الشركة بالإضافة لسياسة توزيع الأرباح في الشركة والأخبار السياسية المحلية أو الدولية وما يتوقع من حروب أو سلام.

### 11-3- مفهوم التقييم:

أصبح التقييم واحد من أهم المهارات الأساسية في العلوم المالية وخصوصاً مع ازدياد الفرص الاستثمارية في الشركات المدرجة في السوق المالي، حيث يؤدي التقييم دوراً رئيسياً في مجال الاستثمار وإدارة المحافظ الاستثمارية ويعد عنصراً مهماً لنجاح الاستثمار.

التقييم هو تقدير للقيمة من خلال التنبؤ بالعوائد المستقبلية المتوقعة من الأصل ومن ثم خصمها بمعدل الخصم أو من خلال المقارنة المباشرة مع الأصول المتشابهة، وتتضمن عملية التقييم فهم طبيعة أعمال الشركة والتنبؤ بأدائها واختيار نموذج التقييم المناسب لمهمة التقييم. (Oliveira,2015)

### 11-3-1-مدخل التقييم المطلق:

يقوم التقييم المطلق على تحديد القيمة الجوهرية أو الحقيقية للأصل لكي يتم مقارنتها مع السعر السوقي لهذا الأصل وضمن هذا المدخل يوجد عدة نماذج أهمها نماذج القيمة الحالية.

تعد نماذج القيمة الحالية المنهج الأساسي لتقييم الأسهم العادية (حقوق الملكية)، إذ تنطلق هذه النماذج من أن تقدير قيمة الأصل بالنسبة للمستثمرين يكون بناءً على العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه من حيازة الأصل. وهذا العائد عبارة عن التدفقات النقدية للأصل، لذلك تسمى نماذج القيمة الحالية بنماذج خصم التدفقات النقدية. وبالتالي فإن قيمة السهم هي القيمة الحالية أو المخصومة لتدفقاته المستقبلية المتوقعة، وبما أن أهم أنواع التدفقات النقدية بالنسبة للمساهمين هي توزيعات الأرباح المصرح بها من قبل مجلس إدارة الشركة، فإن نماذج القيمة الحالية التي تقوم على أساس التوزيعات تسمى نماذج خصم التوزيعات، وبما أن المساهمين العاديين هم أصحاب حقوق الملكية ولهم الحق في التدفقات النقدية الناتجة عن أعمال الشركة (بعد سداد التزاماتها تجاه أصحاب السندات والأسهم الممتازة) سواء تم توزيعها كأرباح أم لا، فإن النوع الثاني من التدفقات النقدية غير توزيعات الأرباح هو الدخل المتبقي.

بناءً على ما سبق فإن النموذج الثاني من نماذج القيمة الحالية هو نموذج الدخل المتبقي، ويستند نموذج الدخل المتبقي في مفهومه النظري على الأرباح المحاسبية المحققة والفائضة عن تكلفة الفرصة البديلة لتوليد هذه الأرباح. (stowe,robinson,pinto,mcleavey,2010)

### 11-3-2- مفهوم الدخل المتبقي:

نظرياً يمكن اعتبار الدخل المتبقي بمثابة الدخل الصافي ناقصاً تكلفة الأسهم أو تكلفة الفرصة البديلة في توليد صافي الدخل، أي هو الدخل الصافي بعد الأخذ بالاعتبار تكلفة رأس مال الشركة بالكامل "ليس فقط من الديون وإنما من حقوق الملكية أيضاً".

تكتسب نماذج الدخل المتبقي أهميتها من كونها قادرة على معالجة نقاط ضعف المحاسبة التقليدية، وخصوصاً أن قائمة دخل الشركة تتضمن تكلفة رأس المال الناتج عن الدين والمتجدد بمصروف الفائدة بينما لا تظهر تكلفة رأس المال الناتج عن حقوق الملكية، فالشركة ربما يكون لديها دخل صافي موجب لكنها قد لا تضيف قيمة للمساهمين إذا لم تحقق أرباحاً أعلى من تكلفة رأس المال المقدم من المساهمين (حقوق الملكية).

إن نماذج الدخل المتبقي تعترف صراحة بتكاليف رأس المال من جميع المصادر المستخدم في توليد الدخل، وبالتالي فإن قيمة الأسهم العادية (حقوق الملكية) تمثل إجمالي المبلغ الذي قدمه المساهمون في الشركة وبالتالي فإن القيمة الدفترية لكل سهم في بداية الفترة التي تنتهي في اللحظة  $t$  هي  $B_{t-1}$ .

والعائد الذي يطلبه المساهمين خلال هذه الفترة مقابل الأموال التي قدموها يرمز له بـ  $R$

ومنه يكون معدل العائد المطلوب لكل سهم خلال الفترة التي تنتهي بـ  $t$  هو:

$$R \text{ EPS}_t = B_{t-1} * k \quad (1)$$

حيث  $\text{EPS}$ : حصة السهم من الأرباح

فيكون الفرق بين الأرباح الفعلية وحصة السهم من الأرباح  $\text{EPS}$  والأرباح المطلوبة  $R \text{ EPS}$  خلال الفترة هي ما يدعى بالدخل المتبقي (Residual Income)  $(\text{RI})$  ويعطى بالصيغة الآتية:

$$RI_t = EPS_t - R EPS = EPS_t - (B_{t-1} * K) \quad (2)$$

الدخل المتبقي أحياناً يدعى القيمة الاقتصادية المضافة أو (EVA) للاختصار .

وهي أيضا تدعى الأرباح غير الطبيعية ومهما كانت التسمية فالدخل المتبقي هو الفائض في الربح المتحقق عن الربح المطلوب وهو القيمة التي تخلقها الشركة في الفترة T. (Jordan, miller, 2008)

يحلل نموذج الدخل المتبقي القيمة الحقيقية للأسهم على أساس مجموع اثنان من العناصر:

- القيمة الدفترية الحالية للأسهم
- القيمة الحالية للدخل المتبقي المستقبلي المتوقع.

وتكتب قيمة السهم كالتالي:

$$V_0 = B_0 + \frac{RI1}{(1+re)^1} + \frac{RI2}{(1+re)^2} + \frac{RI n}{(1+re)^n} + \frac{RI n(1+g)}{(re-g)(1+re)^n} \quad (3)$$

حيث أن:

$V_0$ : قيمة السهم الحقيقية

$B_0$ : قيمة السهم الدفترية الابتدائية

$RI$ : الدخل المتبقي المتوقع للسهم ويساوي  $ET - RB_{t-1}$  حيث  $ET$  هي الربح المحقق للسهم و  $R$  هي العائد المطلوب من السهم و  $B_{t-1}$  هي القيمة الدفترية السابقة للسهم

$g$ : معدل النمو طويل الأجل

$re$ : تكلفة السهم

### 11-3-3- نموذج الدخل المتبقي أحادي المرحلة:

نموذج الدخل المتبقي أحادي المرحلة (ثابت النمو) يفترض أن الشركة لديها عائد ثابت على الأسهم العادية ومعدل نمو ثابت على المدى الطويل وتعطى القيمة وفق هذا النموذج:

$$V_0 = B_0 + \frac{ROE-R}{R-G} * B_0 \dots (4)$$

إن العائق في تطبيق الدخل المتبقي أحادي المرحلة أنه يفترض أن العائد على حقوق المساهمين سيستمر أعلى من تكلفة رأس المال للأبد. وتشير الدلائل إلى أن العائد على حقوق الملكية إذا كان غير طبيعي في بعض الشركات فالشركات الأخرى سوف تدخل السوق وتزداد المنافسة وينخفض العائد في كل الشركات وإذا كان العائد على حقوق الملكية لدى الشركة منخفض فإن الشركات سوف تخرج من السوق مفلسة وبالتالي ستميل عوائد الأسهم إلى الارتفاع مع مرور الوقت. (bauman,1999)

## 12- الدراسة التطبيقية:

### 12-1- حساب قيمة أسهم المصارف التجارية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام نموذج الدخل

المتبقي:

تم حساب قيمة سهمي المصرف الدولي للتجارة والتمويل ومصرف بيمو السعودي الفرنسي باستخدام نموذج الدخل المتبقي وذلك من خلال:

-حساب معدل العائد المطلوب وفقاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ويعطى بالمعادلة التالية:

$$RR = RF + \beta (Rm - Rf) \quad (5)$$

RF: العائد الخالي من المخاطرة وهو يمثل العائد على أدونات الخزينة او سندات الخزينة الحكومية وتم الحصول عليه من موقع مصرف سوريا المركزي.

$\beta$ : بيتا السهم وهي معامل المخاطرة المنتظمة أو استجابة مخاطرة السهم لمخاطرة السوق والتي يتم حسابها من خلال التباين المشترك لعائد السهم والسوق عن كل سنة من سنوات الدراسة لكل مصرف عن طريق دالة Slope في برنامج EXCEL.

Rm: عائد السوق وتم حسابه من خلال:

عائد السوق = (قيمة مؤشر السوق في نهاية العام - قيمة مؤشر السوق في بداية العام) / قيمة مؤشر السوق في بداية العام.

بعد الحصول على هذه البيانات من موقع سوق دمشق للأوراق المالية تم حساب معدل العائد المطلوب لكل سهم في كل سنة من سنوات الدراسة.

-حساب القيمة الدفترية لسهمي المصارف التجارية عينة الدراسة في كل سنة من سنوات الدراسة:

القيمة الدفترية = حقوق المساهمين / عدد الأسهم

- حساب الدخل المتبقي:

الدخل المتبقي = معدل العائد على حقوق الملكية - معدل العائد المطلوب

حيث أن معدل العائد على حقوق الملكية يعبر عن الأرباح المحققة على حقوق الملكية وبالتالي الدخل المتبقي هو الربح الفائض عن العائد الذي يطلبه المساهمين مقابل استثمارهم أموالهم.

بعد أن أصبحت مكونات قيمة السهم متوفرة كاملة تم حساب قيمة السهم من خلال معادلة القيمة حسب نموذج الدخل المتبقي

قيمة السهم = القيمة الدفترية + الدخل المتبقي / (1 + معدل العائد المطلوب)  $n$  وهي صيغة المعادلة رقم (3) الواردة أعلاه ولكن فترة الحساب سنة واحدة.

وفيما يلي بيانات حساب القيمة الحقيقية لسهم كل مصرف من المصارف عينة الدراسة.

الجدول رقم (1) بيانات القيمة الحقيقية لسهم المصرف الدولي للتجارة والتمويل

2016	2015	2014	
14,262,951,484.00	8,502,145,680.00	8,481,655,008.00	حقوق المساهمين
52,500,000.00	52,500,000.00	52,500,000.00	عدد الأسهم
5,760,805,804.00	20,490,672.00	4,959,963.00	الأرباح المحققة
271.68	161.95	161.56	القيمة الدفترية
0.74	0.33	1.99-	بيتا السهم
0.04	0.04	0.04	العائد الخالي من المخاطرة
0.32	0.03-	0.02	عائد السوق
0.24	0.02	0.08	العائد المطلوب
0.40	0.01	0.01	العائد على حقوق الملكية
0.16	0.01-	0.07-	الدخل المتبقي
271.81	161.94	161.49	قيمة السهم
134.68	151.59	168.42	متوسط سعر السهم

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المالية وموقع سوق دمشق للأوراق المالية وموقع مصرف سورية المركزي.

الجدول رقم (2) بيانات القيمة الحقيقية لسهم مصرف بيمو السعودي الفرنسي

2016	2015	2014	البيان
28,263,750,046.00	17,911,366,737.00	11,257,602,102.00	حقوق المساهمين
50,000,000.00	50,000,000.00	50,000,000.00	عدد الأسهم
10,308,032,575.00	6,650,457,134.00	2,315,418,356.00	الأرباح المحققة
565.28	358.23	225.15	القيمة الدفترية
0.0014-	1.28-	0.05-	بيتا السهم
0.04	0.04	0.04	العائد الخالي من المخاطرة
0.32	0.03-	0.02	عائد السوق
0.13	0.04	0.05	العائد المطلوب
0.36	0.37	0.21	العائد على حقوق الملكية
0.23	0.33	0.16	الدخل المتبقي
565.48	358.55	225.30	قيمة السهم
326.18	338.07	322.28	متوسط سعر السهم

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير المالية وموقع سوق دمشق للأوراق المالية وموقع مصرف سورية المركزي

12-2- اختبار الفرضية: لا توجد فروقات ذات دلالة إحصائية بين قيم الأسهم ومتوسط أسعارها في سوق دمشق للأوراق المالية

من أجل اختبار هذه الفرضية تم اللجوء لاختبار Wilcoxon وهو اختبار بديل لاختبار T للعينات الصغيرة .

الجدول رقم (3) نتائج اختبار Wilcoxon لعينة الدراسة

Ranks

		N	Mean Rank	Sum of Ranks
price – rim	Negative Ranks	4 <sup>a</sup>	4.00	16.00
	Positive Ranks	2 <sup>b</sup>	2.50	5.00
	Ties	0 <sup>c</sup>		
	Total	6		

a. price < rim

b. price > rim

c. price = rim

المصدر: مخرجات برنامج spss

الجدول رقم (4) معنوية ودلالة اختبار Wilcoxon لعينة الدراسة

Test Statistics<sup>a</sup>

	price - rim
Z	-1.153 <sup>b</sup>
Asymp. Sig. (2-tailed)	.249
a. Wilcoxon Signed Ranks Test	
b. Based on positive ranks.	

المصدر: مخرجات برنامج Spss

نلاحظ أن معنوية اختبار Wilcoxon -1.153 بقيمة احتمالية  $0.249 < 0.05$  وبالتالي نقبل فرضية العدم بأنه لا توجد فروقات ذات دلالة إحصائية بين قيمة الأسهم وسعرها في السوق.

أي أن القيمة الحقيقية للأسهم في سوق دمشق متقاربة مع سعرها في السوق باستخدام نموذج الدخل المتبقي.

الجدول رقم (5) متوسط القيم الحقيقية والأسعار السوقية لأسهم المصارف عينة الدراسة في سوق دمشق

البيان	السنة	متوسط القيمة الحقيقية	متوسط الأسعار السوقية	الفرق	نسبة الفرق
نموذج الدخل المتبقي	2014	193.39	245.35	-51.96	-21%
	2015	260.24	244.83	15.41	6%
	2016	418.64	230.43	188.21	81.68%
	المتوسط العام	290.76	240.2	50.55	22.3

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

يتبين من الجدول السابق أن المتوسط العام للفرق بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية وفقاً لنموذج الدخل المتبقي قد بلغت (22.3%) أي أن أسعار أسهم المصارف التجارية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية تباع بأقل من قيمتها بنسبة 22.3% أي أنها مقيمة بأقل من قيمتها وفقاً لنموذج الدخل المتبقي وبالتالي من مصلحة المستثمرين الاستثمار بها بما أن قيمتها الحقيقية أعلى من سعرها.

### 12-3- اختبار القدرة التفسيرية لنموذج الدخل المتبقي:

من أجل معرفة العلاقة بين قيمة السهم باستخدام نموذج الدخل المتبقي وسعره في السوق واختبار قدرة نموذج الدخل المتبقي على تفسير أسعار أسهم المصارف التجارية في سوق دمشق للأوراق المالية تم إجراء اختبار الانحدار الخطي البسيط وكانت النتائج كالتالي:

#### الجدول رقم (6) معامل الارتباط بين قيم الأسهم الحقيقية وأسعارها في السوق

		Price	Rim
Pearson Correlation	Price	1.000	.633
	Rim	.633	1.000
Sig. (1-tailed)	price	.	.089
	Rim	.089	.
N	price	6	6
	Rim	6	6

المصدر: مخرجات برنامج Spss

نلاحظ أن قيمة معامل الارتباط بين قيمة الأسهم وسعرها في السوق 0.633 بقيمة احتمالية 0.089 وهو أكبر من 0.05 أي لا توجد علاقة بين قيمة الأسهم باستخدام نموذج الدخل المتبقي وسعرها في السوق.

#### الجدول رقم (7) القدرة التفسيرية لنموذج الدخل المتبقي لأسعار أسهم المصارف التجارية في سوق دمشق

Model Summary					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.633 <sup>a</sup>	.401	.251	84.65794	1.993

a. Predictors: (Constant), rim

b. Dependent Variable: price

المصدر: مخرجات برنامج Spss

#### الجدول رقم (8) تحليل التباين لأسهم المصارف التجارية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

ANOVA <sup>a</sup>						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	19178.930	1	19178.930	2.676	.177 <sup>b</sup>
	Residual	28667.864	4	7166.966		
	Total	47846.795	5			

a. Dependent Variable: price

b. Predictors: (Constant), rim

المصدر: مخرجات برنامج Spss

نلاحظ أن القدرة التفسيرية لنموذج الدخل المتبقي لأسهم المصارف التجارية هي 40.1% بقيمة احتمالية 0.177 وهو أكبر من 0.05 أي النموذج غير قادر على تفسير تغيرات أسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

كما نلاحظ أيضاً وبنتيجة التحليل الإحصائي رغم أنه ثبت عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية إلا أنه عند اختبار العلاقة بين قيمة السهم المحسوبة باستخدام نموذج الدخل المتبقي وسعره في السوق تبين عدم وجود علاقة بينهما كما تبين أن القدرة التفسيرية لنموذج الدخل المتبقي ضعيفة وتنتج الباحثة من ذلك أن النموذج غير صالح للاستخدام في حساب قيم الأسهم بناء على تحليل التباين ودراسة معامل الارتباط. وتفسر الباحثة النتيجة بانخفاض الربح الفائض عن تكلفة الأسهم أي انخفاض معدل العائد على حقوق الملكية.

### 13- الاستنتاجات:

- 1- لا توجد فروقات ذات دلالة إحصائية بين قيم أسهم المصارف عينة الدراسة المحسوبة باستخدام نموذج الدخل المتبقي وسعرها في السوق.
- 2- نموذج الدخل المتبقي غير قادر على تفسير أسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية حيث بلغت القدرة التفسيرية لنموذج الدخل المتبقي 40.1% بمستوى دلالة 0.177.
- 3- عدم تحقيق أرباح فائضة عن تكلفة رأس المال من قبل المصارف التجارية عينة الدراسة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مما أدى لانخفاض الدخل المتبقي الإضافي لحملة الأسهم وبالتالي مما يؤثر سلباً على القيمة الحقيقية للأسهم.
- 4- عند حساب معدل الخصم قامت الباحثة بحساب عوائد الأسهم من خلال أسعار إغلاق الأسهم المنشورة في سوق دمشق وقد كانت هذه العوائد تتراوح بين منخفضة جداً ومعدومة وسالبة وانخفاض هذه العوائد أعطى معدل عائد مطلوب (معدل خصم) منخفض.
- 5- عندما يكون معدل العائد على حقوق الملكية أقل من معدل العائد المطلوب فهذا يعني أنه لا يوجد دخل متبقي وبالتالي لا يمكن تقييم الأسهم باستخدام نموذج الدخل المتبقي، أي أن هذا النموذج مشروط ولا يمكن استخدامه في جميع الحالات.

### 14- المقترحات:

- 1- بما أن نموذج الدخل المتبقي غير قادر على تفسير أسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية لذلك على الباحثين اختبار نماذج أخرى أكثر ملائمة لبيانات المصارف التجارية.
- 2- بما أن الربح المحقق والفائض عن تكلفة رأس المال منخفض يجب على الإدارة المالية للمصارف الاهتمام بزيادة الأرباح فوق معدل العائد المطلوب ولأنه حسب الأدبيات الاقتصادية يحكم على نجاح المؤسسة بمقدار القيمة التي تخلقها للمساهمين.
- 3- أن تبدأ عملية تقييم الأسهم من قبل الإدارة المالية للمصارف وليس فقط الباحثين والمستثمرين حتى يشكل ذلك حافزاً لإنتاج عوائد إضافية تنعكس في أسعار الأسهم.
- 4- بما أن أسعار الأسهم في سوق دمشق كانت منخفضة فالباحثة تتصح إدارة المصارف بضرورة الإفصاح عن كافة بياناتها المالية واعتماد الشفافية في الإفصاح لأن ذلك ينعكس على أسعار الأسهم.

5- اجراء الدراسات حول نماذج التقييم التي يمكن استخدامها في جميع الحالات والمراحل التي تمر بها الشركات سواء كانت تحقق أرباح مرتفعة ام لا.

#### 15-قائمة المراجع:

#### 15-1- المراجع العربية:

-الكتب:

1-العلي أحمد، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، 2009، ص64.

-رسائل الماجستير:

1-البراجنة أمجد، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية غزة، كلية التجارة، 2009، ص37

2-زيد حياة، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2015، ص73

3-نصر خالد، أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، 2015، ص27

#### 14-2- المراجع الإنكليزية:

#### Books:

- 1- Jordan .B & Miller .T, (2008), Fundamentals of Investments Valuation and Management, fifth edition, McGraw-Hill/Irwin, p: 180.
- 2- Koller.T,Goedhart.M,Wessels.D,(1990),valuation measuring and managing the value of companies, Mckinsey&company, Hoboken, new Jersey, Canda, p:3
- 3- Stowe.D.John&Robinson.R.Thomas&Pintoe.E.Jerald&McLeavex.W.Dennis, (2010), equity asset valuation, Wiley &sons, Hoboken, new jersey, Canada, p: 18-19.

#### Master thesis &Articles:

- 1-Bauman .Mark.P, (1999), Importance of Reported Book Value in Equity Valuation, Journal of Financial Statement Analysis. Vol. 4, No. 2: 31-40
- 2-Claesson.G,(2011), Firm valuation Which model gives me the most accurate share price the dividend discounted model or the free cash flow to equity model, master thesis, Jönköping university, Sweden,p:11.
- 3-Oliveira, Pedro, (2015), equity valuation, master thesis, Catolica Lisbon, p: 7.