المحور الرابع: الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي، تسعيرها وطرق تقييمها

المطلب الأول: الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي

لما كانت البورصة سوقا، والسوق يحتاج إلى منتجات للتعامل بها فإن منتجات السوق المالي هي الأوراق المالية، وتعرف الأوراق المالية على أنّها تلك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات الحكومية وغير الحكومية (سندات طويلة الأجل، أذونات الخزينة، أسهم الشركات العمومية...).

فالورقة المالية تعتبر صكّا وذات حق في أصل معين وفي التدفقات النقدية المتوقعة الناتجة عن هذا الأصل أي أنّها مستند ملكية أو دين بين حقوق ومطالب المستثمر.

والأوراق المالية إلى جانب تحقيقها عائدا مناسبا للمستثمرين فإنّها تمنح لهم سهولة تحويلها إلى نقود عند الحاجة، إذ من الممكن بيعها في البورصة والحصول على عائد من النقود وتنقسم الأوراق المالية إلى نوعين:

أولا: الأسهم:

1– تعريف السهم: هو عبارة عن شهادة تخوّل لمالكها الحق في ملكية جزء من رأس مال الشركة التي أصدرت هذا السهم، والأسهم قابلة للتداول والانتقال في البورصة إمّا بالطرق التجارية أو من يد إلى يد أو بالقيد في سجل الشركة وعندما يتنازل شخص عن أسهمه تصبح الشركة مدينة للمساهم الجديد ويحل محل مالك السهم القديم في كل ماله من حقوق على الشركة وتشمل هذه الحقوق ما يلي:

– حق الحصول على ما يخص السهم من أرباح وفقا للحصة المخصصة لكل سهم والمقررة توزيعها على حملة الأسهم.

– حقوق على أصول وموجودات الشركة تعادل نصيب كل سهم من صافي أصول الشركة أو ناتج بيع هذه الأصول بعد استبعاد حقوق الغير منها عند تصفية الشركة وهو ما يعادل تقريبا نصيب السهم من رأس المال.

– حق الحصول على بيانات ومعلومات دورية عن موقف الشركة المالي، وعن نتائج أعمالها.

– حق حضور الجمعيات العمومية سواء العادية أو غير العادية ومناقشة ما يعرض فيها وطرح الملاحظات والاقتراحات وحق التصويت على مشروعات القرار المعروضة.

إذن فالسهم مستند ملكية ومن ثم فليس له تاريخ استحقاق فمسؤولية حامله محدودة بقيمة السهم ولا يحق له المطالبة بالأرباح إلاّ إذا قررت الإدارة توزيعها.

2– أنواع الأسهم: وتنقسم الأسهم إلى ثلاث فئات:

أ– أسهم من حيث الشكل:

أ–1– السهم الاسمي: هو الذي يحمل اسم حامله ويحتوي على البيانات التالية:

– اسم ولقب وصناعة وموطن وجنسية المساهم – نوع ورقة الأسهم التي يمتلكها – نوع الشركة وعنوانها ورأس مالها ومركزها التجاري– عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها.

أ–2– السهم لحامله: هو الذي لا يذكر فيه اسم المساهم ويعتبر حامله مالكا له بسبب حيازته المادية التي تعتبر قرينة على وجود السبب الصحيح وحسن النية في سند الملكية ويحصل التنازل عن السهم لحامله بتسليمه من يد إلى يد أخرى وبذلك يحصل تداوله بأقصى سرعة ويكفي مجرد تقديم السهم لإعطاء حامله حق حضور مداولات الشركة في جمعياتها العمومية والاشتراك في قسمة أموالها وأرباحها ولا تلتزم الشركة بالاعتراف إلاّ بمالك واحد وهو الحائز له ولو حصل عليه هذا الأخير بطرق غير قانونية.

أ–3– السهم لأمر: للشركة أن تصدر أسهمها لأمر وتشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أنّ الشركة لا تستطيع تعقب تداول الأسهم ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفع من أصل قيمة السهم.

ب– أسهم من حيث الحصة التي تدفع:

ب–1– السهم النقدي: هو الذي يكتتب به المساهم بشرط أن يدفع قيمته نقدا ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلاّ بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية وصدور المرسوم المرخص بتأسيسها.

ب–2– السهم العيني: هو الذي يمثل حصة عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجودات لشركة قائمة يصادق عليه من طرف الجمعية التأسيسية فلا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلاّ أصحابها إلاّ عند تسليم الخدمات التي تقابلها وتعتبر قيمتها مدفوعة بكاملها.

ج– أسهم من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها:

ج–1– السهم العادي: هو سهم يمثل ملكية جزء من رأس مال الشركة ويتمتع حامله ببعض الحقوق منها: – الحق في نقل ملكية السهم إلى شخص آخر بالبيع أو التنازل.

– الحق في الحصول على نصيب من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها؛

– حق التصويت في الجمعية العمومية.

ج–2– السهم الممتاز: هو ورقة مالية تشبه السهم العادي [1]، ويختص السهم الممتاز دون غيره ببعض المزايا ويطلق عليه اسم سهم الأولوية أو الأفضلية، ويتخذ الامتياز الممنوح لهذا السهم إحدى الصور التالية:– منح حامله حق الأولوية في الأرباح – لحامل السهم الممتاز الأولوية على حملة الأسهم العادية عند تصفية الشركة فتستوفي قيمة الأسهم الممتازة بالأولوية.

ج–3– سهم التمتع: هو ذلك الصك الذي يتسلمه المساهم عندما يستولي على كل القيمة الاسمية لسهمه ويشترط لإعطائه هذه الأسهم أن يكون مصرحا بذلك القانون التنظيمي للشركة.

ثانيا: السندات

1– تعريف السند: هو عبارة عن جزء من قرض تصدره الشركة المفترضة أو دولة أو هيئة مقترضة ويتم طرحه للاكتتاب فيه من جانب المقترض على المقرضين الذين يرغبون في إقراض هذه الشركة أو هذا المقترض، والسند هو بمثابة تعهد بسداد مبلغ معين في تاريخ معين بمعدل فائدة محددة.

مثال: سند شركة سونا طراك: 100.000.00 نسبة الفائدة 13% في سنة 2003.

فعندما تشتري هذا السند ستتحصل على ورقة تعطيك الحق في الحصول على 13000.00 كفائدة ففي التاريخ المتفق عليه سوف تحصل على مبلغ 100.000.00 إضافة إلى الفائدة إذن تعبر السندات عن علاقة مديونية ودائنية بين طرفين، فمصدر السندات طرف مدين، والمكتتب في السندات طرف دائن وأهم جوانب السندات ما يلي:

1- يتعهد المقترض بدفع سعر فائدة معلوم مقدما ومحدد بتاريخ استحقاق معين بصرف النظر عن تحقيق الشركة أرباحا أم لا.
2- كما يتعهد بسداد قيمة السند في تاريخ الاستحقاق.

2– أنواع السندات: يمكن تمييز عدة أنواع من السندات وهي كالتالي:

أ– السند المستحق الدفع أو الوفاء بعلاوة إصدار: لكي نشجع المدخرين على الاكتتاب تعمد الشركة إلى إصدار سندات تمنح للمكتتبين فيها بعض المزايا ترغيبا لحاملي رؤوس الأموال وحثا لهم على الادخار فتصدر سندات بمبلغ معين يسمى سعر الإصدار على أن تقرر رد هذا المبلغ في ميعاد الوفاء مضافا إليه مبلغ آخر يسمى علاوة.

ب– سند النصيب: النصيب هو مبلغ يمنح إلى حملة السندات التي تعينهم القرعة ولا يجوز إصداره إلاّ بإذن الحكومة.

ج– السند ذو الاستحقاق الثابت الصادر بسعر الإصدار: وهو السند العادي ويستعمل في القروض قصيرة الأجل ويعطي فائدة مرتفعة.

د– السند المضمون: لكي تتحصل بعض الشركات على حاجاتها من الأموال تعمد أحيانا إلى اجتذاب رؤوس الأموال بتقديم ضمانات عينية للوفاء بالقرض كأن ترهن عقاراتها أو بعضها رهنا تأمينيا.

هـ– السندات الحكومية: يقصد بالسندات الحكومية تلك التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في الميزانية وينظر المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة على أنّها أكثر جاذبية نظرا لتضاؤل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله.

ثالثا: المنتوجات المالية المتطورة "المشتقات المالية أو أدوات الهندسة المالية"

هي أوراق مالية على شكل عقود، تشتق قيمتها من قيمة الأصل موضوع التداول، وتتنوع تلك الأصول مابين مؤشرات البورصة، المعادن الثمينة، العملات الصعبة، أسعار الفائدة ...

و تتداول في البورصة أشكال من الأوراق المالية :

* عقود الخيار.

* العقود الآجلة.

* العقود المستقبلية.

* عقود المبادلة.

سوف نتطرق لهذه الأدوات (المشتقات المالية) بالتفصيل في المحور الخامس.

المطلب الثاني: عمليات التسعير و التقييم في البورصة

لا تختلف عملية تحديد الأسعار في البورصة عن مثيلتها في الأسواق العادية، حيث يلتقي الباعة والمشترون للأصول المالية ويتنافسون في الحصول عليها، وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب وتتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية، والتسعير في البورصة تتمثل في الطرق المتبعة في تحديد العرض والطلب لكل ورقة متداولة، وبالتالي تحديد سعرها داخل البورصة، ونشره، و الذي يتم على أساسه تنفيذ أوامر العملاء المسلمة للوسطاء عند سعر محدد، وتتم هذه العملية بعدة تقنيات وعلى عدة مراحل.

أولا: تقنيات التعامل والتسعير:

سعر البورصة هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية معينة أثناء إحدى الجلسات في البورصة، والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، وهناك العديد من تقنيات التعامل أو كما تعرف بتقنيات التسعير والتي تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية المختلفة، وتهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعا، والتي يمكن أن نذكر منها ما يلي:

1- طريقة Fixing: كما سبق وأن ذكرنا فإن تحديد السعر في البورصة هو نتيجة تقابل العرض مع الطلب لورقة مالية معينة، هذا السعر الذي يسمح بتحقيق أكبر قدر ممكن من الصفقات أو المعاملات، وتنفذ أوامر البيع وأوامر الشراء بنفس السعر الذي هو سعر التوازن، وتسمى هذه الطريقة بطريقة Fixing والتي يتم بموجبها تسجيل أوامر البيع من أقل سعر إلى أكبر سعر، أما أوامر الشراء فيتم تسجيلها من أكبر سعر إلى أقل سعر، وطبعا تكون كل الأوامر هنا عبارة عن أوامر السوق، بمعنى عدم تحديد سعر محدد للشراء أو البيع، كما يمكن تجسيد هذه الطريقة من خلال منحنيات العرض والطلب، وبالتالي يتم تحديد السعر عند نقطة تقاطع منحنى العرض مع منحنى الطلب.

2- طريقة المناداة: تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في صالة البورصة أو كما تسمى بمقصورة البورصة وتعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض، فينادي الباعة بأعلى صوتهم عن ماهية الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين في ذلك بعض الألفاظ المتفق عليها، بنفس الطريقة تقريبا ينادي المشترون بأعلى صوتهم للتعبير عن استعدادهم لشراء نوع معين من الأوراق المالية مستعينين في ذلك بألفاظ متعارف عليها أيضا.

وبذلك يخلق هناك عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به، وفقا لهذه الطريقة من التعامل والتسعير يتم تمرير كافة الأوراق المقيدة الواحدة تلو الأخرى، فبمجرد الوصول إلى سعر التوازن للورقة الأولى يمر المسعر Coteur"، وهو عبارة عن موظف لدى سلطات البورصة، إلى الورقة الثانية وهكذا حتى آخر ورقة يتم التعامل فيها بهذه الطريقة.

ونظرا لكثرة المتعاملين المتدخلين في البورصة فإن المعاملات أصبحت تتم بين الوكلاء أو ممثلي الوسطاء الماليين باستعمال إشارات باليد والذراع للتعبير عن طبيعة الصفقة، أي هل هي عملية بيع أو شراء، وعن عدد الأوراق محل الصفقة وغيرها من المعلومات.

و عادة ما يتم التفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشيطة، أي الأكثر تداولا في البورصة، ومن أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

3– التعامل بالأدراج: يتم التعامل وفقا لهذه الطريقة بصورة كتابية وليست شفوية، كما هو الحال في الطريقة السابقة، حيث يخصص لكل ورقة مالية معينة درج، وتسجل كافة الأوامر الخاصة بهذه الورقة المالية على بطاقة يتم وضعها في ذلك الدرج الذي يكون تحت تصرف وسيط مالي يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل في تلك الورقة، ومن هنا يصبح كل وسيط أو شركة بورصة متخصصا في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها، أما من ناحية كيفية إجراء العملية، فتتم عن طريق قيام الموظف التابع للوسيط المختص بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المالية المعينة الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر المتبقية من الحصة السابقة، والتي مازالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك.

4– التعامل بالصندوق: تتمثل هذه الطريقة في جمع وتركيز كافة أوامر الشراء والبيع الخاصة بورقة مالية معينة في صندوق واحد يكون تحت تصرف هيئة من هيأت سلطات البورصة وليس تحت تصرف وسيط مالي مختص كما هو الحال في الطريقة السابقة، وبعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن، ويلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء، البيع أو التبادل، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي، هذه القرارات التي لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات البورصة كشركة البورصات الفرنسية SBF في حالة الصفقات التي تعقد هناك.

5– التعامل بالمقابلة: يتم من خلال هذه الطريقة تسجيل كافة عروض البيع وكافة طلبات الشراء الخاصة بورقة مالية معينة في سجل خاص بالإضافة إلى لقاء المتعاملين وإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات، وتؤدي مجموعة هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يعرض بيعه ومقدار ما يطلب شراؤه من الورقة المالية موضوع التعامل وكذا حدود الأسعار التي يتحدد من خلالها سعر التوازن، كما تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات المراجحة أو الموازنة، ومن هنا، يمكن القول أن هذه الطريقة تحتل مركز وسط بين الطريقة الشفوية (المتمثلة في التعامل بالمناداة) والطريقتين الكتابيتين السابق شرحهما.

- وتمر عملية التسعير للأوراق المالية على مرحلتين :

– مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة: و يتم تجميع الأوامر المحصل عليها قبل الافتتاح الرسمي للجلسة، و تتضمن الأوامر بالسعر الأفضل، و السعر المحدد، وهي أوامر تساعد في تحديد سعر الافتتاح النظري.

– مرحلة ما بعد افتتاح الجلسة: تتم الصفقات ابتداء على أساس السعر النظري السابق الذي حقق سعر التوازن عنده تلاقي العرض والطلب و بتم تنفيذ الأوامر وفق قاعدة معينة.

وتجدر الإشارة إلى أنه حدث تطور كبير في طرق التعامل والتسعير، وذلك بفضل التقدم والتطور التكنولوجي، حيث جهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بوسائل الإعلام الآلي، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب أو عن طريق الإنترنت دون اللجوء إلى

الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله، كما أصبحت معالجة الأوامر وتحديد سعر التوازن وتغييره وفقا لتغير ظروف السوق يتم عن طريق الإعلام الآلي، مما وفر نوعا من الاستمرارية في التعامل بمجرد وصول أوامر العرض أو الطلب إلى البورصة.

بالإضافة إلى أن تدخل الوسطاء، الذين أصبح لهم الحق بأن يكونوا طرفا في الصفقات، من شأنه أن يوفر السيولة لكافة الأدوات المالية المتداولة ويؤدي إلى تنشيط البورصة، حيث أنه كلما قل العرض أو الطلب على نوع معين من الأوراق المالية، تجد هؤلاء الوسطاء يعملون على توفير الأوراق التي قل عرضها، و شراء الأوراق التي زاد عرضها وقل الطلب عليها.

ثانيا: العوامل المؤثرة على سعر الورقة المالية

كما هو معروف فإن أي مستثمر عقلاني عادة ما يقيم الأصول المالية على أساس ما تدره عليه من أرباح سواء في الأمد القريب أو المتوسط أو البعيد، ومن هنا فإن هناك عدة عوامل مختلفة تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وتختلف هذه العوامل المؤثرة على الأسعار باختلاف طبيعة تلك الأوراق المالية.

فإذا كانت هذه الأوراق المالية عبارة عن أسهم مثلا فإن أسعارها تتأثر أساسا بوضعية المنشأة ماضيا، حاضرا ومستقبلا وخاصة الأرباح باعتبارها مصدر حصول المساهمين على عوائد أسهمهم، أي عائد الأموال المستثمرة من قبلهم، فبالنسبة للعوامل المرتبطة بالمنشأة فيمكن للمستثمر النظر إلى أو الاهتمام بالنتائج المسجلة في السنوات السابقة ممثلة في التدفقات النقدية الداخلة، معدلات الخصم المطبقة عليها، توقعات المستثمرين المستقبلية، معدل نمو المنشأة، مبالغ الأرباح الموزعة، الأرباح المحققة، نسبة التمويل الذاتي، تطور رقم الأعمال، المردودية وخاصة مضاعف السهم، والمتمثل في النسبة بين سعر السهم وعائده والمعروف بالرمز .Price Earnings Ratio P. E. R والذي يعتبر بمثابة مقياس لثقة المستثمرين في شركتهم، كما يعتبر مقياسا جيدا لسعر السهم المعني ، إذ كلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما ارتفع سعر السهم.

أما إذا تعلق الأمر بالسندات فإن العامل الأكثر تأثيرا على أسعارها هو سعر الفائدة، وذلك على اعتبار أن المستثمر ينتظر من وراء اقتناء السندات الحصول في أغلب الحالات على عائد ثابت يتمثل في الفائدة، ومن هنا فإن المستثمر عادة ما يقيس مدى نجاحه في ذلك الاستثمار بما تقدمه السوق من فوائد على الأموال الموظفة في شتى المجالات والأدوات المالية، حيث يحقق حملة السندات أرباحا رأسمالية وفوائد كلما انخفض سعر الفائدة في السوق عن سعر الفائدة الذي تحمله سنداتهم، وذلك لأن السندات الجديدة ستصدر بفائدة أقل من الفائدة التي يحصلون عليها من استثماراتهم في السندات القديمة، الشيء الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار سنداتهم في البورصة نتيجة زيادة الطلب عليها، والعكس صحيح في حالة ارتفاع أسعار الفائدة في السوق، إذ يحقق حملة السندات القديمة خسائر نتيجة هذا الارتفاع، وذلك بسبب نقص الطلب على سنداتهم وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية.

هذا بالإضافة إلى أن هناك بعض العوامل الخارجية التي من شأنها أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية سواء كانت في صورة أسهم أو سندات، تتمثل هذه العوامل أساسا في الظروف الاقتصادية السائدة بما في ذلك القوانين الضريبية، السياسات المالية المنتهجة، حالة التضخم، البطالة، معدل النمو الوطني، الميل الحدي للادخار لدى العائلات والأفراد، الحروب والتوترات السياسية المحتملة في المنطقة، ظروف النشاط الذي تعمل فيه المنشأة، خاصة فيما يتعلق بالتطور التكنولوجي ومدى إقبال الزبائن على اقتناء منتجاتها.

أضف إلى ذلك العوامل النفسية للمستثمرين والتي تلعب دورا كبيرا في التأثير على تغير أسعار الأوراق المالية، حيث يمكن أن يلاحظ إقبال المستثمرين على التخلص مما لديهم من أوراق مالية بمجرد سماعهم لمعلومات غير سارة، في نظرهم، مما يؤدي إلى زيادة العرض وبالتالي انخفاض الأسعار، أو زيادة الإقبال على اقتناء بعض الأوراق المالية نتيجة معلومات سارة.

كذلك للمضاربة دور كبير في التأثير على أسعار الأوراق المالية، إذ يقوم المضارب بالشراء عندما تنخفض الأسعار لضعف الطلب وزيادة العرض، فهو بذلك يسعى بصورة غير مباشرة إلى الزيادة في الطلب وبالتالي رفع السعر، كما أن المضارب يقوم بالبيع عندما ترتفع الأسعار نتيجة قلة العرض، وهو بذلك يزيد من عرض هذه الأدوات المالية الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض سعرها تدريجيا.

ثالثا: تقييم الأسهم العادية

كما سبق وأن ذكرنا فإن للسهم عدة قيم: قيمة اسمية، قيمة دفترية، قيمة تصفوية، وقيمة سوقية، وقد تناولنا مفهوم وكيفية قياس كل قيمة، ما عدا القيمة السوقية، والسؤال الذي شغل بال الباحثين والمهتمين هو ما مدى قرب أو بعد هذه القيم عن القيمة الحقيقية للسهم، وخاصة قيمته السوقية ؟ فالمستثمر في الأسهم العادية يهتم بتقييم أوراقه بغرض معرفة مردودية استثماراته في تلك الأسهم، لكي يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم في شأن شراء أو بيع ورقة مالية ما، ينبغي أن تتوافر لديه المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية لها، وهو ما يتطلب بدوره الوقوف على العوامل المحددة لتلك القيمة.

1– محددات القيمة السوقية للسهم:

تتحدد المعلومات المطلوبة لاتخاذ قرارات الاستثمار من طرف المستثمر في الأسهم العادية، على ضوء العوامل المحددة لقيمتها السوقية، وفي هذا الصدد يكاد يتفق الأكاديميين والممارسين على أن السعر الذي يباع به السهم في السوق يتحدد على ضوء القيمة السوقية للمنشأة، والتي تتحدد بدورها على ضوء متغيرين أساسيين هما: التدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عن عملياتها، أي صافي الربح بعد الضريبة مضافا إليه قيمة أقساط الإهتلاك، والمعدل الذي تخصم به هذه التدفقات للوصول إلى قيمتها الحالية التي تعادل القيمة السوقية للمنشأة.

أ – التدفقات النقدية المتوقعة: بالنسبة لهذا المتغير، المتمثل في التدفقات النقدية المتوقعة، نجده يتأثر تأثرا مباشرا بمبيعات المنشأة وقدرتها على الرقابة على عناصر التكاليف، هذا وإذا كانت الرقابة على عناصر التكاليف تتوقف إلى حد كبير على عوامل من داخل المنشأة ذاتها، فإن حجم المبيعات يتأثر بالعوامل الداخلية إضافة إلى العوامل الخارجية، ويأتي في مقدمة العوامل الخارجية الظروف العامة للصناعة والتي من بينها حدة المنافسة بين المنشآت المكونة لها، ومدى استقرار أو تغير الطلب على منتجاتها، كذلك هناك الظروف الاقتصادية العامة من كساد أو رواج أو تضخم، وهي بالطبع ظروف عامة تتأثر بها كافة المنشآت ولكن يكون ذلك بدرجات متفاوتة، وأخيرا لا يمكن تجاهل الظروف الدولية، والتي قد يكون لها تأثير قوي على اقتصاد الدولة المعنية، وهو تأثير يمتد في النهاية إلى التدفقات النقدية للمنشآت العاملة بها.

ب – معدل الخصم: يعتبر معدل الخصم هو المتغير الثاني المحدد للقيمة السوقية للمنشأة، والذي يتمثل في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر، الذي يوجه أمواله للاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها المنشأة المعنية، ويتحدد هذا المعدل على ضوء ثلاث متغيرات أساسية هي: معدل الفائدة الحقيقي، ومعدل التضخم، ومعدل العائد المطلوب لتعويض مخاطر الاستثمار.

يقصد بمعدل الفائدة الحقيقي ذلك العائد المطلوب والذي يعوض المستثمر عن مجرد حرمانه من استغلال أمواله لتحقيق إشباعات أو منافع حاضرة، نتيجة لتوجيه تلك الأموال إلى الاستثمار، حيث يعتبر هذا العائد في حقيقته تعويضا للمستثمر عن عنصر الزمن، طالما أنه يرتبط بتأجيل تحقيق إشباع من أموال يمتلكها . وتقدر قيمة ذلك التعويض بمعدل العائد الذي كان يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه وجه أمواله إلى مجالات لا تتعرض لمخاطر إطلاقا ، أي مجالات خالية من المخاطر Risk Free ويعتبر العائد على أذونات الخزينة التي تصدرها الحكومة والتي عادة ما لا تتجاوز فترة استحقاقها السنة من أحسن الأمثلة عن العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ، أي مثالا للمعدل الحقيقي للفائدة.

أما العامل الثاني المؤثر على المعدل المطلوب على الاستثمار فهو معدل التضخم، أو ما يطلق عليه "بتأثير فيشر Fischer Effect" والذي عادة ما يتضمنه معدل الفائدة في السوق، ومن هنا فإن معدل الفائدة في السوق ليس هو معدل الفائدة الحقيقي، ولكنه عبارة عن معدل اسمي يتضمن في جزء منه ما يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر التضخم، وكما هو معروف أن مخاطر التضخم قد تتولد عن الظروف الاقتصادية في الدولة، أو قد تنجم عن تأثير الظروف الاقتصادية السائدة في دول أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقات تجارية.

أما المتغير الثالث المحدد للعائد الذي يطلبه المستثمرين فيتمثل في معدل العائد الذي يكفي للتعويض عن مخاطر توجيه أموال المستثمر لشراء أسهم المنشأة، والذي يتوقف على حجم مخاطر الأعمال Business Risk كما يتوقف على حجم المخاطر المالية، وهذين النوعين من المخاطر يرجعان أساسا إلى ظروف المنشأة وظروف الصناعة التي تنتمي إليها[1].

2– المعلومات المؤثرة على القيمة السوقية للسهم:

إذا كانت القيمة السوقية للسهم تتحدد على ضوء متغيرين أساسيين يتمثلان في التدفقات النقدية المتوقعة من عمليات المنشأة، والمعدل الذي تخصم به هذه التدفقات، فإن هذين المتغيرين بدورهما يتحددان على ضوء الظروف السائدة في داخل المنشأة، وفي داخل الصناعة التي تنتمي إليها، هذا فضلا عن الظروف الاقتصادية العامة السائدة في الدولة المعنية والتي تتأثر بدورها بالظروف الدولية، تترجم هذه الظروف الخارجية والظروف الداخلية للمنشأة في شكل معلومات يستفيد منها المستثمرون من أجل بناء قراراتهم.

2–1– الظروف العالمية:

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

1 منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 211.

2-2- الظروف الاقتصادية المحلية:

إذا كانت الحالة الاقتصادية في الدولة تتأثر بما يجري في العالم من أحداث، فإنها تتأثر كذلك بمتغيرات من داخل الدولة ذاتها، ومن بين الأحداث الداخلية درجة النمو الاقتصادي في الدولة، مستوى التضخم، اتجاه سعر الفائدة، الدورات الاقتصادية، ونسبة البطالة ... وغير ذلك من الأحداث، كل هذه الأحداث من شأنها أن تؤثر على التدفقات النقدية المتوقعة للمنشأة، وكذلك على المعدل الذي على أساسه يتم خصم هذه التدفقات، ومن هنا فإنه يصبح من المتوقع أن تكون هناك علاقة واضحة بين الحالة الاقتصادية في الدولة وبين أسعار الأوراق المالية المتداولة في أسواقها.

2-3- ظروف الصناعة:

على الرغم من أن الظروف الاقتصادية العامة في الدولة تؤثر على كافة الصناعات، إلا أن مدى وعمق ذلك التأثير يختلف من صناعة إلى أخرى، بتعبير آخر يمكن القول أن الصناعات المختلفة المكونة للنشاط الاقتصادي لدولة ما تتفاوت فيما بينها من حيث تأثرها بالأحداث الاقتصادية بصفة عامة، فمثلا صناعة السيارات تختلف عن صناعة إنتاج الكهرباء وعن صناعة بناء المساكن من حيث تأثرهم بما يجري من أحداث اقتصادية.

هذا التباين في تأثير الظروف الاقتصادية يرجع في الأساس إلى عوامل في داخل الصناعة نفسها، ومن الأمثلة على تلك العوامل مدى اعتماد الصناعة على العنصر البشري مقارنة بمدى اعتمادها على التجهيزات الرأسمالية ودرجة التقدم التكنولوجي، الفرص المستقبلية لتنمية المنتجات، المنافسة مع صناعات أخرى تنتج سلعا بديلة، والمنافسة مع شركات الصناعة نفسها ... وغير ذلك من العوامل، ومن هنا يمكن القول أن للمعلومات المتاحة عن تلك الأمور تأثير على قرارات الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت المكونة لتلك الصناعة.

2-4- الظروف الداخلية للمنشأة:

تتباين المنشآت فيما بينها حتى وإن كانت تنتمي إلى نفس الصناعة أو نفس القطاع، ومن بين نقاط التباين المستوى التكنولوجي للعمليات، التنظيم، المركز التنافسي، هيكل التمويل، وهيكل رأس المال ... وما شابه ذلك، وعادة ما تتفوق المنشأة في مجال أو مجالات معينة دون غيرها، إذ من الصعب إيجاد منشأة تتفوق على كافة المنشآت في كافة المجالات.

طبعا كل هذه المعلومات السابق ذكرها، سواء تعلقت بالظروف الدولية أو المحلية أو ظروف القطاع الصناعي الذي تعمل فيه المنشأة ، وحتى الظروف الخاصة بالمنشأة نفسها، لو أتيحت للمستثمر لأمكنه المفاضلة بشكل معقول بين الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت المختلفة، وطبعا في الدول التي بها أسواق رأس مال قوية، لا يجد المستثمر صعوبة في الحصول على هذه المعلومات من مصادر مختلفة وبالمجان أو بتكلفة ضئيلة جدا، ويأتي في مقدمة هذه المصادر الصحف المتخصصة في شئون المال والأعمال، المطبوعات الصادرة عن مكاتب الدراسات والاستشارات الاقتصادية، تقارير المنشآت، منشورات بيوت السمسرة، والمطبوعات الحكومية ... إلخ.

رابعا: طرق تقييم الأسهم العادية

لتقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم، يصبح لزاما على المستثمر تقدير الربحية المستقبلية للسهم، وعليه فإن سعر السهم في البورصة يتحدد وفقا لتقديرات المتعاملين لتلك النتائج المحققة والتي يمكن أن يعبر عنها بواسطة التدفقات النقدية، الأرباح المحققة من

قبل المنشأة و/أو الأرباح الموزعة على المستثمرين، وغيرها من العوامل التي سبق شرحها، والتي يمكن استخدامها في الحصول على القيمة الحالية للسهم بغرض تقييمه، وفي هذا الصدد توجد عدة طرق تستخدم في عملية تقييم الأسهم أو تقدير قيمتها الحقيقية تختلف باختلاف الجهة المهتمة بالتقييم وكذلك الغرض من هذا التقييم، سنقتصر فقط على الطرق التالية:

1- تقييم الأسهم بواسطة الأرباح الموزعة:

يقوم نموذج التوزيعات، الذي تم إعداده من قبل مديلياني وميلر"Modigliani & Miller" على أن القيمة الحقيقة للسهم ينبغي أن تساوي القيمة الحالية للمكاسب التي يتوقع المستثمر أن يحصل عليها نتيجة ملكيته لذلك السهم، والتي تتمثل في التوزيعات المتوقعة، ويمكن حساب ذلك عن طريق استخدام المعادلات الرياضية التالية:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \cdots + \frac{D_t}{(1+K)^t} \qquad (1-1)$$

حيث أن:

P0: قيمة السهم في الفترة 0 (أي بداية الفترة) .

K: معدل العائد الذي يتوقعه الملاك على استثماراتهم .

Dt: تمثل التوزيعات المنتظرة في السنوات t.

و من هنا يمكن القول أن تكلفة الأسهم العادية تعبر عن معدل الخصم أو معدل العائد المطلوب الذي يجعل القيمة الحالية لكل التوزيعات المنتظرة، من امتلاك هذا السهم، مساوية لسعره السوقي في فترة زمنية معينة.

و نظرا لكون نشاط المنشأة مستمر عبر الزمن، والتوزيعات كذلك تكون مستمرة طوال فترة حياة المنشأة، فإنه يمكن إعادة صياغة المعادلة السابقة لتصبح كالتالي:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \cdots + \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty} \qquad (2-1)$$

وبعد ذلك تصبح:

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+k)^i} \qquad (3-1)$$

تشير هذه المعادلة إلى الصيغة العامة لنموذج التوزيعات، ولكن يمكن اشتقاق ثلاث معادلات لتعكس الحالات التي ممكن أن تكون عليها أوضاع المنشأة والتوزيعات، المعادلة الأولى تعكس حالة اللانمو، أي عدم وجود نمو في التوزيعات على الإطلاق، المعادلة الثانية تعكس حالة النمو الثابت للتوزيعات، أما المعادلة الثالثة فتعكس حالة النمو غير الثابت.

أما المعادلة العامة **لنموذج تقييم الأسهم لفترة محددة** تكون وفق ما يلي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+K_r)^t} + \frac{P_n}{(1+K_r)^n}$$

حيث:

D_t : التوزيعات للسهم العادي في الفترة t

P_n : سعر السهم العادي في الفترة n

K_s : معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر

مثال: المعطيات

D_t : \$3.80

P_n : \$32

n : 1

K_s : 12%

ما هي القيمة الحالية للسهم ؟

1-1- حالة عدم وجود نمو للتوزيعات:

لتحديد سعر السهم اعتمادا على الأرباح الموزعة نأخذ الحالة المتطرفة، والتي تقوم فيها الشركة بتوزيع كل الأرباح المحققة، بمعنى أنه يفترض أن يكون معدل التوزيع 100%، وكذلك بافتراض أن المساهم والحالة هذه يحتفظ بالسهم لفترة واحدة (سنة على الأكثر)، اعتمادا على هاتين الفرضيتين فإن نموذج تحديد سعر السهم يكون كالتالي:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K} + \frac{P_1}{1+K} => P_0 = \frac{D_1+P_1}{1+K} \qquad (4-1)$$

حيث أن:

P1 = سعر السهم في نهاية الفترة T_1 .

وعند إلغاء الفرضية الثانية، حيث تصبح مدة الاحتفاظ بالسهم هي t فان النموذج يصبح كالتالي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{D_t}{(1+k)^t} \qquad (5-1)$$

حيث تحسب القيمة الحالية للأرباح الموزعة وكذلك القيمة الحالية لسعر السهم في آخر الفترة (مدة الاحتفاظ بالسهم) والمجموع يكون هو سعر السهم الحالي، هذا في حالة الاحتفاظ بالسهم لمدة محددة تساوي (t) أما في حالة كون المدة لا نهائية فيصبح سعر السهم عبارة عن القيمة الحالية لمجموع الأرباح الموزعة:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} \qquad (6-1)$$

وذلك لأن سعر السهم يصبح متكونا من الأرباح الموزعة وإمكانية وجود أرباح تصفوية، ونظرا لأن هذه الحالة تفترض ثبات أرباح السهم العادي عبر الزمن ، أي أن تكون الأرباح الموزعة متساوية في جميع السنوات . وبعد إجراء بعض التغيرات الحسابية والرياضية تصبح المعادلة كالتالي:

$$P_0 = \frac{D_1}{k} \qquad (7-1)$$

أو على الشكل التالي:

$$P_0 = \frac{D_1}{P_0} \qquad (8-1)$$

ولكن يؤخذ على هذه المعادلة أن:

1-أرباح الشركة لن تكون ثابتة

2-من غير المنطقي أن لا تقوم الشركة باحتجاز جزء من أرباحها

هذا بالإضافة إلى أن المنشآت الناجحة عادة ما تنمو فيها التوزيعات باستمرار عبر الزمن، وذلك بسبب اتساع أعمالها وازدهارها.

يمكن تمثيل معادلة عدم وجود نمو في التوزيعات وفق المعادلة العامة التالية:

$$P_0 = \frac{D}{K_s}$$

D : التوزيعات للسهم العادي

K_s : معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر

مثال: إذا كانت توزيعات السهم العادي تقدر بـ 4 $، أما معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر هي 12 %، إذا ما هي القيمة الحالية للسهم؟

القيمة الحالية للسهم؟

1-2- حالة النمو الثابت للتوزيعات:

كما سبق شرحه من خلال المقارنة بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية، فإن الأرباح الموزعة على الأسهم العادية ليست كالأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة أو الفوائد العائدة للديون أو السندات، وذلك لأن الأرباح الموزعة على الأسهم العادية لا يتوقع أن تبقى ثابتة، حيث غالبا ما يكون لها معدل نمو (فهي معرضة للارتفاع أو الانخفاض)، وهذا ما يجعل تحديد قيمة الأسهم العادية أكثر فالأرباح الموزعة ترتفع وتنخفض، أو قد تبقى ثابتة أو تتغير تعقيدا بشكل عشوائي فهي عبارة عن تابع للتغيرات الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر في نشاط الشركة وبالتالي في قراراتها المالية.

الحالة الأولى: تفترض وجود نمو ثابت في التوزيعات التي تقوم بها المنشأة، وقد تم وضع نموذج لمعالجة هذه الحالة سمي بنموذج جوردن Gordon نسبة للباحث الذي وضعه، ويفترض هذا النموذج أن التوزيعات التي يتحصل عليها المستثمر أو المساهم تنمو نموا سنويا ثابتا بمعدل قدره g وعليه تصبح المعادلة الرياضية لحساب القيمة الحقيقة للسهم كالتالي:

$$D_t = D_0(1+g)^t \qquad (9-1)$$

حيث أن:

g: معدل نمو الأرباح الموزعة.

وبالتعويض عن قيمة D_t في المعادلة رقم 1 نجد:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+K)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+K)^2} + \cdots + \frac{D_0(1+g)^t}{(1+K)^t} \qquad (10-1)$$

وبافتراض أنg < K وأن g ثابتة فيمكن تبسيط المعادلة كما يلي:

$$P_0 = \frac{D_1}{K-g} \qquad (11-1)$$

ومنه نجد أن: (01)

$$P_0 = \frac{d_0(1+g)}{K-g} \qquad (12-1)$$

وجاءت هذه النتيجة انطلاقا من المعادلة الموالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+K_s)^t}$$

حيث:

g : معدل النمو الثابت في التوزيعات

أما القيمة الحالية للسهم الخاصة بالنمو الثابت للتوزيعات فتحسب وفق العلاقة المتحصل عليها سابقا –المعادلة (1-12):

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s - g}$$

وهذا النموذج هو صيغة مبسطة للنموذج السابق الخاص بالنمو الثابت للتوزيعات.

حيث: D_1 : $D_1 = D_0(1+g)$

K_s : معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر

g : معدل النمو الثابت في التوزيعات

مثال: المعطيات

D_0 : 2.5\$

g : 6%

K_s : 12%

ما هي القيمة الحالية للسهم؟

من خلال إعادة تنظيم معادلة أو نموذج تحديد سعر السهم عن طريق قيمة الأرباح الموزعة، وبافتراض أن هذه الأرباح الموزعة تظل ثابتة إلى الأبد فإنه يمكن استنتاج تكلفة الأسهم العادية The Cost of Equity Capital كما يلي:

$$K = \frac{D}{P_0} \qquad (13-1)$$

أما في حالة افتراض نمو الأرباح بمعدل مقداره (g) فإنه يمكن استنتاج K حيث نجد أن:

$$K = \frac{D_1}{P_0} + g \qquad (14-1)$$

مثال1: فلو نفرض، مثلا، أنه لدينا شركة مساهمة "X" سعر بيع أسهمها في السوق يقدر بمبلغ 700 د.ج، ولنفرض كذلك أن معدل نمو الأرباح الموزعة المتوقع هو 5%، وأن الأرباح الموزعة هي 100 د.ج، إذن تكلفة الأسهم العادية بالنسبة إلى العائد المتوقع على هذه الأسهم هي:

مثال02: أصدرت شركة أسهما في السوق بمبلغ 1000 دج، وكان معدل نمو الأرباح الموزعة ثابت ويقدر بـ 10%، والأرباح الموزعة هي 100دج.

تكلفة الأسهم العادية بالنسبة للعائد المتوقع على هذه الأسهم؟

1-3- حالة النمو المتغير للتوزيعات:

من خلال النموذجين السابقين، يتضح أن التحليل كان مبنيا على أساس فرضيتين أساسيتين وهما قيمة سنوية ثابتة للأرباح الموزعة لمدة غير محددة (للأبد)، والفرضية الثانية هي أن هذه الأرباح الموزعة تنمو بمعدل سنوي ثابت وكذلك للأبد، طبعا هذا التحليل ما هو إلا تبسيط للواقع العملي لمنهج الأرباح الموزعة، ولكن يمكن تغييره وإدخال بعض التعديلات عليه حتى يصبح يعكس بصورة أكثر دقة الواقع المعقد لعملية توزيع الأرباح.

أما بالنسبة إلى تقدير g فتوجد طريقتان أساسيتان: أولهما أن يؤخذ متوسط معدلات نمو الأرباح الموزعة خلال السنوات الماضية وتفترض أن هذا المعدل سيبقى دون تغيير في المستقبل، كما أنه يمكن تعديله كلما استدعت الضرورة، حتى يأخذ في الحسبان معلومات إضافية والتي من شأنها أن تؤدي إلى الاقتناع بأن معدل النمو خلال السنوات السابقة سوف لن يعكس معدل النمو في المستقبل.

مثال1: فمثلا لو نفرض أن شركة مساهمة (Y) كانت أرباحها الموزعة بالنسبة لكل سهم خلال عدد معين من السنوات كالتالي:

السنوات	الأرباح الموزعة / للسهم الواحد
t – 4	80 دج
t -3	90 دج
t -2	95 دج
t -1	105 دج
t 0	120 دج

إذن نصيب كل سهم من الأرباح الموزعة قد تزايد عبر السنوات الأربعة الماضية من 80 دج في السنة t-4 إلى 120 دج في السنة t_0، هذا يمثل متوسط معدل نمو سنوي g كما يلي:

$$80(1+g)^4 = 120$$

$$1+g = (\frac{120}{80})^{1/4} = 1.1067$$

$$g = 1.1067 - 1 = 0.1067 = 10.67\%.$$

أما الطرية الثانية، فقد تم وضعها من طرف الإقتصادي الأمريكي "مايرون جوردن Myron Gordon " لمعالجة وتحليل أساس نمو الأرباح الموزعة، وكذلك لمحاولة اشتقاق معدل للنمو مستقبلا، بدلا من مجرد عملية نشر لمعدل النمو في الماضي extrapolate و ينطلق "جوردن Gordon " من فكرة أن نمو الأرباح الموزعة يكون نتيجة للنمو في مستوى استثمار الشركة في مجالات ومشاريع مربحة، وعلى هذا الأساس فإن معدل الاستثمار هذا يصبح هو العامل الأول الذي يحدد جزئيا معدل نمو الأرباح الموزعة، أما العامل الثاني لتحديد معدل نمو الأرباح فهو حتما معدل العائد الناتج عن هذه المشاريع، وعلى هذا الأساس وبعد القيام بمجموعة من الفرضيات، فإنه يمكن تقديم نموذج مبسط من أجل اشتقاق أو استنتاج قيمة معدل نمو الأرباح الموزعة، والفرضيات الأساسية التي يمكن تقديمها هي:

1 – أن رأس مال الشركة كله أسهم عادية.

2 – الأرباح المستبقاة هي المصدر الوحيد لتمويل الاستثمارات.

3 – نسبة ثابتة من الأرباح الصافية تحتجز كل سنة من أجل إعادة الاستثمار.

4 – المشاريع الممولة عن طريق الأرباح المحتجزة تنتج عائدا سنويا ثابت.

اعتمادا على هذه الفرضيات وإذا كان (b) هو عبارة عن النسبة الثابتة للأرباح المحتجزة كل سنة، وأن (r) هو متوسط معدل العائد للمشاريع التي تعمل فيها الشركة، فإن معدل نمو الأرباح الموزعة يمكن تقديره على أساس أنه rb بمعنى أن g = rb.

مثال2: فلو نفرض مثلا أن نسبة ثابتة مقدارها (b) من عوائد كل سنة (E_t) تقوم الشركة بإعادة استثمارها من أجل الحصول على معدل عائد ثابت مقداره (r) فإننا نلاحظ أن:

$$E_1 = E \qquad (15-1)$$

$$E_2 = E_1 + rb\,E_1 = E_1\,(1 + rb) \qquad (16-1)$$

$$E_3 = E_2 + rb\,E_2 = E_1\,(1 + rb) + rb\,E_1\,(1+ rb)$$

$$E_3 = E_1\,(1 + rb)\,(1 + rb)$$

$$E_3 = E_1\,(1 + rb)^2$$

$$E_n = E_1\,(1 + rb)^{n-1} \qquad (17-1)\ .$$

حيث أن: E هي عبارة عن العوائد السنوية Annual Earnings

ومن خلال هذا التحليل نجد أن الأرباح الموزعة سنويا تكون:

$$D_1 = (1 - b)\,E_1 \qquad (18-1)$$

$$D_2 = (1 - b)\,E_2 = (1 - b)\,E_1\,(1 + rb)$$

$$D_3 = (1 - b)\,E_3 = (1 - b)\,E_1\,(1 + rb)^2$$

$$D_n = (1 - b)\,E_n = (1 - b)\,E_1\,(1 + rb)^{n-1} \qquad (19-1)$$

وهكذا تنمو الأرباح الموزعة كل سنة بقيمة تساوي $(1 + rb)$ زيادة عن أرباح السنة التي سبقتها، ومن الناحية العملية وأخذا بعين الاعتبار الفرضيات المقدمة فإنه يمكن تقدير كل من b و r كالتالي:

$$b = \frac{Earnings - Dividends}{Earnings} \qquad (20-1)$$

$$r = \frac{Earnings}{BV} \qquad (21-1)$$

حيث أن:

Earnings: العوائد المنتظرة

Dividends: الأرباح الموزعة

BV: القيمة الدفترية لرأس المال المستخدم.

ومن هنا يصبح نموذج نمو التوزيعات كالتالي:

$$P_0 = \frac{d_1}{Ke - rb} \qquad (22-1)$$

ولكن ما يمكن ملاحظته هو أن هذا النموذج يمكن تطبيقه فقط بالنسبة للمنشآت التي يكون هيكل رأسمالها متكون كله من أسهم عادية، وذلك لأن إدخال الديون ضمن هيكل رأس المال في عملية التحليل من شأنه أن يحدث مشكلات فيما يخص الإبقاء على ثبات كل من g و b ، r.

2– تقييم الأسهم بواسطة التدفقات النقدية:

عادة ما يتم تقييم أي أصل من الأصول المالية على أساس القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي تنتج عن ذلك الأصل، فقيمة الأسهم مثلا تمثل القيمة الحالية للتوزيعات المنتظر الحصول عليها مستقبلا، هذا ويمثل التدفق النقدي الصافي كافة التدفقات الداخلة مطروحا منها التدفقات الخارجة التي سببها الاستثمار المعني، وعليه فإن الفرق الأساسي بين معيار صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية ومعيار الأرباح الموزعة بالنسبة للمستثمر هو أن الأول يأخذ بعين الاعتبار القيمة السوقية للأصل بعد إهتلاكه بينما لا يأخذها المعيار الثاني في الحسبان ، وذلك على اعتبار أن الأرباح الموزعة على حملة الأسهم هي عبارة عن تدفق دائم وأبدي طالما أن المنشأة مستمرة في نشاطها.

وكما هو معروف فإن القيمة الحالية ترتكز في حسابها على مفهوم الخصم الذي تخضع له التدفقات النقدية حتى تصبح لها دلالة اقتصادية، وهذا راجع إلى مفهوم القيمة الزمنية للنقود والتي تعني أن أي مبلغ من النقود متوفر لدى المستثمر اليوم أفيد له من نفس المبلغ بعد مدة زمنية، وذلك بسبب عامل التضخم الذي أصبح الميزة السائدة للاقتصاديات الحديثة.

وعليه وحتى يتسنى لأي مستثمر تقييم الأسهم التي بحوزته فإنه يجب أن يقوم بتقدير التوزيعات التي ينتظر أن يحصل عليها في السنوات القادمة ثم يقوم بخصمها بسعر خصم معين من أجل تحديد قيمتها الحالية ، التي يمكن مقارنتها ببدائل استثمارية أخرى من أجل اتخاذ قراراته الاستثمارية.

من خلال ما سبق يمكن تلخيص **معادلة النمو غير الثابت أو المتغير للتوزيعات** للعوائد من خلال المعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g_1)}{(1+K)^1} + \frac{D_1(1+g_2)}{(1+K)^2} + \cdots + \frac{D_n(1+g_{n+1})}{k-g_{n+1}} \times \frac{1}{(1+k)^n}$$

حيث تمثل المتغيرات التالية:

P0: القيمة الحالية للسهم، D: التوزيعات كل سنة، Dn: توزيعات السهم العادي خلال الفترة n، g: معدل نمو التوزيعات، k: معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر، n: نهاية فترة النمو، g_{n+1}: معدل التوزيعات العادي (الثابت) بعد فترة النمو غير العادي للتوزيعات.

مثال1:

إذا بلغت التوزيعات النقدية في السنة الماضية 5 دينار لكل سهم، وكانت توقعات المستثمر المعني نمو معدل تلك التوزيعات بمعدل 5% في السنة التالية (الأولى)، و 10% في السنة الثانية، و 5% في السنة الثالثة، و3% في السنوات التالية بعد السنة الثالثة.

1- حساب القيمة الحقيقية للسهم (P_0) بافتراض أن معدل العائد المطلوب على الاستثمار كان 14%.

3- تقييم الأسهم بواسطة الأرباح المحققة:

من خصائص الأسهم العادية هي أن يكون لها نصيب من الأرباح المحققة من قبل المنشأة في حالة واحدة فقط والمتمثلة في تحقق هذه الأرباح وقرار المنشأة بتوزيع هذه الأرباح أو جزء منها، هذا يعني أن توزيع الأرباح غير إجباري بل هو اختياري متروك لقرار المنشأة ، حيث يمكنها توزيع كل الأرباح المحققة أو جزء منها أو عدم توزيعها على الإطلاق.

وبالتالي فإنه عادة ما ينظر إلى عدم توزيع الأرباح المحققة أو جزء منها على أنه إعادة استثمارها لصالح المساهمين، ومن هنا يمكن استعمال مؤشر الأرباح المحققة من قبل الشركة لتقييم أسهمها، باعتبار أن تلك الأرباح هي مصدر الأرباح الموزعة على حملة الأسهم، كما أنها تعبر عن مدى نجاح الشركة في السوق وقدرتها على المنافسة[1].

ويمكن التعبير عن الأرباح الموزعة Dt بواسطة الأرباح المحققة Et مع الأخذ بعين الاعتبار أن المنشأة أعادت استثمار جزء من أرباحها بالعلاقة التالية:

$$Dt = Et - It \qquad (23-6)$$

حيث يعبر It عن مقدار الأرباح التي أعيد استثمارها.

وتعتبر حالة احتجاز جزء من الأرباح المحققة داخل المنشأة من أجل إعادة استثمارها الحالة الشائعة الوقوع في الحياة العملية، فإذا كانت هذه السياسة متبعة على مدى حياة المنشأة فإنه يمكن القول أن قيمة الأرباح الموزعة تصبح مرتبطة بهذا العامل، أي الفرق بين الأرباح المحققة من قبل المنشأة ومقدار ما قامت باحتجازه بغرض إعادة استثماره كل سنة، وبالتالي تصبح قيمتها هي عبارة عن القيمة الحالية لتلك الفروق خلال السنوات القادمة . ويمكن التعبير عن هذه الفكرة رياضيا بالعلاقة التالية[2]:

$$V_0 = \frac{\bar{E}_1 - \bar{I}_1}{1+r} + \frac{\bar{E}_2 - \bar{I}_2}{(1+r)^2} + \frac{\bar{E}_3 - \bar{I}_3}{(1+r)^3} + \dots\dots\dots$$

حيث تمثل:

V0: قيمة الشركة المعنية

E: الأرباح المقدرة أو المتوقعة.

I: مقدار الأرباح المحتجزة بغرض إعادة الاستثمار.

r: معدل الخصم.

ومن هنا يمكن القول أن قيمة المنشأة والمتمثلة في قيمة مجموع أسهمها تتوقف على مقدار الأرباح المنتظر تحقيقها من جهة وعلى مقدار ما تعيد استثماره من جهة أخرى، نفس مبدأ التحليل يمكن تطبيقه على حالة تقييم السهم ، حيث تتوقف قيمته على ما ينتظره حملة الأسهم من أرباح قد تتحقق من طرف منشأتهم.

1 جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ص 40-41.

2 جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، مرجع سابق، ص41.

وكخلاصة لما تقدم فيما يخص تقييم الأسهم فإنه يمكن الإشارة إلى نقطتين أساسيتين، تتمثل الأولى في معدل الخصم الذي يستعمل للحصول على القيمة الحالية للتدفقات النقدية من أرباح محققة أو أرباح موزعة أو غيرها من التدفقات، فكما لاحظنا من خلال التحليل السابق وفي كل الحالات تقريبا تم خصم التدفقات من أجل الوصول إلى القيمة الحالية باستعمال معدل خصم معين .

ويعرف معدل الخصم في الأدبيات الاقتصادية على أنه عبارة عن معدل العائد المنتظر من الاستثمارات البديلة والتي تنطوي على نفس المستوى من المخاطر، كما يضيف بعض الاقتصاديين مثل Sharpe في هذا الصدد أن المعدل المناسب لخصم تدفقات مستقبلية من الأرباح أو الأرباح الموزعة بغرض تحديد القيمة الحالية للسهم هو معدل العائد المنتظر من أصل ذو مخاطر مشابهة لتلك التي تخص الورقة المعنية بالتقييم .

ولكن تكمن صعوبة تحديد معدل الخصم في كونه يتعلق بتحديد مستوى المخاطر الذي يختلف من أصل لآخر، أي من سهم لآخر ومن فترة لأخرى ومن شخص لآخر، ولكن وبصفة عامة ونظرا لأن المستقبل يتصف بظروف عدم التأكد وبالتالي فإن الخطر الذي يتعرض له استثمار معين لا يمكن عزله عن الأخطار التي بقية الاستثمارات.

أما النقطة الثانية فتتمثل في كون أن عملية تقييم الأسهم ومهما اختلفت الطرق المتبعة في ذلك فإنها تؤدي إلى نفس النتيجة باعتبار أن الأرباح الموزعة هي جزء من الأرباح المحققة وأن صافي التدفقات النقدية ما هي إلا صورة من صور النتائج المحققة من قبل المنشأة[1].

خامسا: تقييم الأسهم الممتازة

يحصل حامل السهم الممتاز على توزيعات نقدية ثابتة بصفة دورية، لذلك يحسب عائد السهم الممتاز وفق المعادلة التالية:

$$K_P = \frac{D_P}{P_0}$$

D_P : التوزيعات السنوية للسهم الممتاز

P_0 : القيمة السوقية للسهم الممتاز

مثال: لتكن التوزيعات السنوية للسهم الممتاز تقدر بـ 7,50 $، والقيمة السوقية للسهم الممتاز 88 $، ما هو العائد على السهم الممتاز؟

– العائد على السهم الممتاز؟

بالنسبة لحلول التمارين تتم في الدروس الحضورية

1 جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، مرجع سابق، ص43.

سادسا: تقييم السندات

يحدد النموذج الأساسي لتقييم الأسهم والسندات قيمة السند، السهم الممتاز والعادي، ويتضمن النموذج العوائد المتوقعة على الأصل، توقيتها، ودرجة مخاطرتها والتي تنعكس في معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر.

يتمثل النموذج الأساسي لتقييم الأسهم والسندات في المعادلة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{C_t}{(1+K)^t}$$

حيث:

P_0 : القيمة الحالية للأصل

C_t : العائد المتوقع في الفترة الزمنيةt

K : معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر

n : فترة الاحتفاظ بالأصل

كما يمكن تقييم السندات مع أسعار فائدة سنوية أو ربع أونصف سنوية، لذلك سوف نعطي مثال لتقييم السندات مع أسعار فائدة سنوية ونصف سنوية:

5-1- نموذج تقييم السندات مع أسعار فائدة سنوية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{I}{(1+K_d)^t} + \frac{M}{(1+K_d)^n}$$

حيث:

P_0 : القيمة الحالية للسند

I : الفائدة المدفوعة سنوياً

M : القيمة الاسمية للسند المطلوبة في الفترة n

n : فترة الاحتفاظ بالسند

أو:

$$P_0 = I(PVIFA_{K_d,n}) + M(PVIF_{K_d,n})$$

حيث:

$PVIFA$: عامل الفائدة لقيمة حالية لدفعات متدفقة متساوية (الجدول 4 في الملحق)

$PVIF$: عامل الفائدة لقيمة حالية (يتم الحصول على هذه القيمة من الجداول المالية)

مثال 1: ليكن معدل الكوبون للسند تقدر بـ: 10 %، والقيمة الاسمية: 1000 $ تدفع الفائدة سنوياً، السند مستحق بعد 8 سنوات، ومعدل العائد المطلوب على السند: 10 %

ما هي القيمة الحالية للسند؟

نموذج تقييم السندات مع أسعار فائدة نصف سنوية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{I}{(1+K_d)^t} + \frac{M}{(1+K_d)^n}$$

أو:

$$P_0 = (I/2)(PVIFA_{K_d/2,2n}) + M(PVIF_{K_d/2,2n})$$

مثال 2: ما هي القيمة الحالية للسند إذا دفعت الفائدة نصف سنوياً، باستخدام معطيات التمرين 1؟

بالنسبة لحلول التمارين تتم في الدروس الحضورية

من أجل تحديد: عامل الفائدة للقيمة الحالية لدفعات متدفقة سنويا $= \frac{(1+i)^t-1}{i(1+i)^t}$

سعر الفائدة (i)			الفترة (t)
٪14	٪10	٪5	
0.877	0.909	0.952	1
1.647	1.736	1.859	2
2.322	2.487	2.723	3
2.914	3.170	3.546	4
4.639	5.335	6.463	8
6.265	7.824	10.838	16

من أجل تحديد: عامل الفائدة للقيمة الحالية $= \frac{1}{(1+i)^t}$

سعر الفائدة (i)			الفترة (t)
٪14	٪10	٪5	
0.877	0.909	0.952	1
0.769	0.826	0.907	2
0.675	0.751	0.864	3
0.592	0.683	0.823	4
0.351	0.467	0.677	8
0.123	0.218	0.458	16