

الصفحة	محتويات المحاضرة	المحاضرة الخامسة
2	أولاً: تعريف الأسهم	الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال (السندات)
2	ثانياً: الفرق بين الأسهم والسندات	
3	ثالثاً: الأسهم العادية (تعريف الأسهم العادية - تحديد مدلول القيم المختلفة للسهم)	
5	رابعاً: تقييم الأسهم العادية	

المحاضرة السادسة

الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال (الأسهم)

أولاً: تعريف الأسهم

- _ يمثل السهم حصة في أو نصيب شائع في شركة المساهمة العامة، والسهم هو الصك الذي تصدره الشركة ويمثل حق المساهم.
- _ يوضح كل صك اسم المنشأة صاحبة الإصدار، ونوع السهم، ورقمه، وعدد الأسهم.
- _ كما عرفه البعض بأنه صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأسمالها وتخول له ممارسة حقه في الشركة ولاسيما حقه في الحصول على الأرباح.
- _ يمثل السهم حصة من رأس المال ويتمتع حامله بالحق في الحصول على عائد سنوي نتيجة استثمار رأسماله، وقد يختلف العائد من سنة إلى أخرى. ومن ناحية يضمن حامل السهم ديون الشركة في نطاق حصته فقط دون أن تتعدى هذه الخسارة لتلحق بأمواله الخاصة.

ثانياً: الفرق بين الأسهم والسندات:

- _ يتداول في سوق رأس المال نوعان من الأدوات (الأوراق) المالية، أحدهما يعبر عن ملكية وهي أسهم بنوعها العادية والممتازة، والآخر يعبر عن المديونية وهي السندات.
- _ تشبه الأسهم السندات في بعض الخصائص، فكلاهما قابلتان للتداول والتعامل، تتأثر أسعارهما في السوق بقوى العرض والطلب والمركز المالي للشركة، لكن رغم هذا هناك العديد من الفروق بينهما، ويمكن أن نلخص أهم هذه الفروقات وفقاً للجدول الآتي:

السند	السهم
1. دين على الشركة	1. جزء من رأس مال الشركة
2. حامل السند دائن بقيمة السند	2. حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهمته
3. عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة	3. ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة
4. حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين تغيير الشكل القانوني للشركة أو إدماج الشركة بأخرى	4. حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العمومية
5. حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل	5. حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل للزيادة أو النقصان
6. حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على	6. عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل

السهم الباقي بعد تسديد الدين كاملة	مستحققاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية
7. عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة	7. فوائد السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة
8. للمساهمين حق الاطلاع والحصول على المعلومات الخاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة	8. حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات

ثالثاً: الأسهم العادية

_ كما ذكرنا يتم تداول الأسهم في الأسواق المالية بنوعها العادية والممتازة، فماذا نقصد بهذين النوعين؟

1. تعريف الأسهم العادية:

_ هي عبارة عن حصة في الشركة وليس لها عائد محدد ثابت، ولكن العائد يكون متغيراً على حسب إنتاجية الشركة والأرباح المحققة، وعند التصفية يحصل حامل السهم العادي على نصيبه من صافي التصفية بعد تسديد نصيب أصحاب الديون الممتازة من حاملي السندات والأسهم الممتازة.

_ هي جزء أو حصة في رأسمال شركة المساهمة يطرح بقيمة اسمية للاكتتاب العام ويمكن تداولها، إلا أنها غير قابلة للتجزئة.

2. تحديد مدلول القيم المختلفة للسهم:

_ يأخذ السهم العادي قيم مختلفة، منها:

1. القيمة الإسمية: وهي القيمة المدونة في وثيقة السهم والتي توزع الشركة المصدرة لها الأرباح بنسبة مئوية فيها. وتحدد معظم دول العالم حداً أدنى للسهم.

2. القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم طبقاً لدفاتر الشركة المحاسبية.

_ وتحسب هذه القيمة في حال عدم وجود أسهم ممتازة: (حقوق المساهمين / عدد الأسهم المصدرة) = {قيمة الموجودات - قيمة المطلوبات} / عدد الأسهم

_ أما إذا وجدت الأسهم الممتازة فنستخدم المعادلة الآتية: (حقوق الملكية - حقوق الأسهم الممتازة) / عدد الأسهم العادية.

_ حيث أن حقوق الملكية تشمل رأس المال المدفوع، الاحتياطيات، الأرباح المحتجزة.

_ وبالتالي فإن القيمة الدفترية للسهم تزداد بتقدم ونجاح الشركة، لأن احتياطياتها وأرباحها المحجوزة تكون مرتفعة. وتقل القيمة الدفترية كلما اتجه منحى تقدم الشركة ونموها نحو الانحدار للأسفل، لك فإن نجاح الشركة ينعكس بصورة ايجابية على القيمة الدفترية للسهم، علماً بأن القيمة الدفترية في بداية عمل الشركة تساوي القيمة الإسمية.

_ ويساعد في معرفة درجة المخاطر التي يتحملها المستثمر الذي يهدف إلى الاحتفاظ بالسهم لفترة طويلة بعد مقارنة سعر السهم بالسوق مع القيمة الدفترية ومدى إمكانية الحصول على المبلغ المستثمر في حالة تصفية الشركة.

3. قيمة التصفية: هي تلك القيمة التي يتوقع المستثمر أن يحصل عليها عند تصفية الشركة، وهي بذلك رصيد السهم من قيمة أصول الشركة بعد التصفية والبيع وتسديد كافة حقوق والتزامات الغير من الدائنين (سداد المقرضين أو حملة السندات أو حملة الأسهم الممتازة) وجميع الجهات الأخرى التي تحصل على الأولوية عند تصفية الشركة.

_ ويُحدد نصيب السهم العادي من القيمة التصفوية وفق المعادلة التالية: {قيمة الموجودات في السوق (الأصول بسعر البيع) - الالتزامات وحقوق الأسهم الممتازة (المدفوعات عن كامل الالتزامات)} / عدد الأسهم العادية.

4. القيمة السوقية: وتمثل سعر السهم في السوق المالي، وتعكس قيمة السهم المتحققة في السوق المالي، والتي لا يشترط تطابقها مع أي من القيمتين الدفترية أو الإسمية، والقيمة السوقية هي نتاج واقعي لطلب وعرض السهم في السوق.

5. القيمة الحقيقية: وهو المقدار الذي يستحقه السهم في جميع أموال الشركة أي يشمل رأس مال الشركة المدفوع وموجودات الشركة وأرباحها بعد استئزال ديونها، هذه القيمة تمثل ما يجب أن يكون عليه سعر (أو القيمة) السهم في السوق.

- هناك مجموعة من العوامل التي يتم على أساسها تحديد القيمة الحقيقية أو العادلة للسهم، نذكر منها موجودات الشركة، إنتاجية هذ الموجودات، مبيعات وأرباح الشركة، سياسة توزيع الأرباح على المساهمين، معدلات النمو المستقبلية للشركة وأرباحها، قدرات الشركة ومستوى أداء وكفاءة إدارتها. ويهتم المستثمر بهذه القيمة بشكل كبير نظراً لأنها تمثل القيمة التي يجب أن تكون للسهم. وبناء على هذ القيمة يقوم المستثمر بإجراء مقارنة بين القيمة العادلة للسهم وبين قيمته السوقية، وذلك وفق ما يلي:
- في حال كانت القيمة السوقية للسهم أكبر من القيمة العادلة (الحقيقية)، فهذا يعني أن السهم مغالى في تقييمه، وبالتالي فهو مقيم بأكثر مما يجب (Over Valued)، وفي هذه الحالة فإنه يُنصح بعدم الاستثمار بهذه الأسهم، وإن كان المستثمر مالكاً لهذه الأسهم فإنه يتوجب عليه بيع هذه الأسهم.
- في حال كانت القيمة السوقية للسهم أقل من القيمة العادلة (الحقيقية)، فهذا يعني أن السهم مقيم بأقل مما يجب (Under Valued)، وفي هذه الحالة فإنه يُنصح بالاستثمار في هذه الأسهم، وذلك لأن سعر السهم يجب أن يرتفع مستقبلاً ليصل إلى القيمة العادلة (الحقيقية)، مما يسمح بتكوين أرباح رأسمالية للمستثمر.

- في حال كانت القيمة السوقية مساوية للقيمة العادلة، فهذا يعني أن السهم مقيم كما يجب.
- وغالباً ما تختلف القيمة العادلة عن القيمة السوقية للسهم. ويتبع ذلك إلى كفاءة السوق المالية. ويمكن ذكر أهم الأسباب عدم تساوي القيمة الحقيقية للسهم مع القيمة السوقية بما يلي: الإشاعات، المضاربات، الإفراط في التشاؤم والإفراط في التفاؤل، التلاعب في أسعار الأسهم في البورصة، النقص في الإفصاح، عدم توفر أو تماثل المعلومات...

رابعاً: تقييم الأسهم العادية

1. مقدمة: (للاطلاع)

- إن عملية التقييم تعنى بالمحافظة على السعر التوازني وتلافي أي خلل أو انحراف سلبى قد يطرأ على إيجابية العلاقة التي يفترض أن تسود بين العائد والمخاطرة المحتملة من خلال بيع أو شراء أية أوراق مالية، وذلك ببيع الأوراق المالية التي سعرها السوقى يفوق قيمتها الحقيقية، وشراء الأوراق المالية التي سعرها السوقى أقل من قيمتها الحقيقية.
- فعملية التقييم هي ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه القيمة الحقيقية، وذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تعتمد على التدفق النقدي المستقبلي في البسط ومعدل العائد المطلوب في المقام، وأن معدل العائد المطلوب هو حاصل جمع العائد الخالي من المخاطرة وبديل المخاطرة.
- وأن دور المحلل المالي الأساسي هو تحليل الظروف الاقتصادية العامة، وتحليل ظروف الصناعة، وتحليل ظروف الشركة، أي تحليل المركز المالي الحالي للشركة عن طريق النسب المالية والمركز المالي المستقبلي عن طريق التنبؤ بالقوائم المالية التقديرية، وذلك بهدف التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية والعائد المطلوب والذي يعتبر كمدخل لتقييم الأوراق المالية والتوصل إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية.

2. معادلة تقييم الأسهم العادية: (للاطلاع)

- إن معادلة تقييم الأسهم العادية تأتي من كون الأسهم العادية تقدم للمساهم تدفق نقدي، لذلك فإن قيمة السهم تتحدد باستخراج القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من هذا السهم، كما أن قيمة السهم العادي تتأثر بعدة عوامل منها التوزيعات والعائد المطلوب ونسبة نمو التوزيعات، ونسبة النمو إما أن تكون صفراً أو نسبة ثابتة أو متغيرة.
- إن المشكلة الأساسية التي تعترضنا عند تقييم الأسهم العادية تتمثل في أن الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية لا يمكن معرفتها بدقة¹، الشيء الذي يجعل عملية تحديد التدفقات النقدية المستقبلية للأسهم العادية عملية صعبة جداً.

¹ (لا تلتزم الشركة بدفع أرباح لحملة هذه الأسهم، إلا إذا تحققت واتخذ قرار بتوزيعها كلها أو بعضها.

- إن الطريقة المتبعة لتقييم الأسهم العادية هي طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية، وتمثل التدفقات النقدية للأسهم العادية في الأرباح الموزعة المتوقع الحصول عليها خلال فترة الاحتفاظ به، بالإضافة إلى سعر بيع السهم العادي المتوقع في نهاية الفترة الاستثمارية.
- إذاً فإن قيمة السهم العادي هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها نتيجة الاستثمار في السهم. ويمكن حساب قيمة السهم العادي في حالتين، هما:
 1. الحالة الأولى: فترة احتفاظ محددة.
 2. الحالة الثانية: فترة احتفاظ متعددة.
 3. قيمة السهم العادي: فترة احتفاظ واحدة: (مطلوب)

- إذا كانت فترة الاحتفاظ بالسهم هي سنة واحدة، فإن القيمة الحالية للسهم العادي هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من السهم خلال سنة، وهي تتكون من توزيعات الأرباح المتوقعة خلال سنة، وسعر البيع خلال سنة، كما ذكرنا سابقاً. وبناء على ذلك فإنه يمكن حساب القيمة الحالية للسهم باستخدام المعادلة الآتية:

$$p = \sum_{t=1}^n \left(\frac{Dt}{(1 + Ks)^t} + \frac{Pn}{(1 + Ks)^n} \right)$$

_ بحيث أن:

P: القيمة الحالية للسهم العادي (القيمة الحقيقية).

Dt: التوزيعات النقدية المتوقعة للسهم العادي في الفترة t.

K: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب) على السهم العادي من طرف المستثمر.

Pn: سعر السهم العادي في الفترة n.

وتحسب التوزيعات المتوقعة خلال سنة Dt باستخدام المعادلة التالية: $Dt = D(1+g)$

_ حيث أن:

D: التوزيعات الحالية، وهي آخر توزيعات حصل عليها السهم.

g: معدل نمو التوزيعات المتوقع.

مثال (1): احسب قيمة سهم عادي إذا كانت آخر توزيعات حصل عليها السهم تساوي 4 وحدة نقدية، ومعدل نمو التوزيعات المتوقع 25%، وسعر البيع المتوقع للسهم خلال سنة 30 وحدة نقدية، علماً أن معدل العائد المطلوب هو 15%.

الحل:

إن التوزيعات المتوقعة بعد سنة = $5 = 4 \times (1+0.25)$ وحدة نقدية.

القيمة الحالية للسهم العادي P =

$$P = \frac{5}{(1+0.15)} + \frac{30}{(1+0.15)} = 30.4$$

4. قيمة السهم العادي: فترة متعددة – لا نهائية-: (مطلوب)

_ يمكن حساب القيمة الحالية للسهم العادي إذا احتفظ المستثمر بالسهم لفترة طويلة جداً، أي طالما بقيت الشركة مستمرة في العمل. ويتم ذلك من خلال اعتبار أن التوزيعات المستقبلية المتوقعة لا نهائية. تحسب قيمة السهم العادي وفقاً لهذه الحالة باستخدام النموذج الآتي:

$$p = \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{Dt}{(1 + Ks)^t} \right)$$

_ ويسمى هذا النموذج بنموذج تقييم الأسهم لفترة لا نهائية.

_ حيث أن:

P: القيمة الحالية للسهم العادي (القيمة الحقيقية).

Dt: التوزيعات النقدية المتوقعة للسهم العادي في نهاية الفترة.

K: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب) على السهم العادي من طرف المستثمر.

_ ونظراً لأن توزيعات الأرباح المستقبلية غير مؤكدة، فبإمكان المستثمر أن يكون افتراضات بالنسبة لمعدل النمو

المتوقع في هذه التوزيعات عبر الزمن على النحو الآتي:

i. نموذج تقييم السهم العادي في حالة عدم النمو في التوزيعات (التوزيعات ثابتة):

ويقوم هذا النموذج على افتراض أن أرباح الشركة لا تنمو، وأن الشركة تقوم بتوزيع كامل أرباحها على

حملة الأسهم. في هذه الحالة فإن معدل النمو = الصفر، ونستخدم لتقييم السهم العادي المعادلة الآتية:

$$P = \frac{D}{K}$$

مثال: ما هي القيمة الحالية للسهم في ظل البيانات الآتية:

التوزيعات للسهم العادي (التدفق النقدي المستقبلي) = 6 وحدة نقدية، معدل العائد المطلوب على السهم

العادي من طرف المستثمر 12%.

الحل: بتطبيق نموذج تقييم السهم العادي في حالة عدم النمو في الأرباح ينتج لدينا ما يلي:

القيمة الحالية للسهم العادي P =

$$P = \frac{D}{K}$$

$$P = \frac{6}{0.12} = 50$$

ii. نموذج تقييم السهم العادي في حالة النمو الثابت في التوزيعات:

ويقوم هذا النموذج على فرضية النمو الثابت في الأرباح الموزعة (توزيعات الأرباح تنمو بمعدل ثابت إلى ما لا نهاية)، حيث يمكن تحديد قيمة السهم كما يلي:

$$P = \frac{D_0 (1+g)}{k-g}$$

حيث أن:

P: القيمة الحالية للسهم العادي (القيمة الحقيقية).

D₀: هي التوزيعات النقدية للسنة السابقة.

g: معدل النمو في التوزيعات النقدية.

K: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب) على السهم العادي من طرف المستثمر.

مثال: ما هي القيمة الحالية للسهم في ظل البيانات الآتية:

التوزيعات النقدية السابقة للسهم = 2.5 وحدة نقدية، معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر 12%، ويتوقع أن تنمو التوزيعات النقدية بمعدل ثابت هو 6%.

الحل:

$$P = \frac{D_0 (1+g)}{k-g}$$

$$P = \frac{2.5 (1+0.06)}{0.12-0.06} = 44.16$$

مثال: ما هي القيمة الحالية للسهم في ظل البيانات الآتية:

توزيعات الأرباح المتوقعة على السهم خلال سنة = 3 وحدة نقدية، وأن هذه التوزيعات سوف تنمو بمعدل ثابت مقداره 8% خلال السنوات القادمة، وأن معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر 20%.

الحل: 25 وحدة نقدية...كيف؟

_ ملاحظة: لا تنمو أرباح الشركات في بعض الحالات بشكل ثابت، لذلك فإن طريقة تقييم الأسهم في هذه الحالة تختلف حسب مدلات نمو الأرباح، نستخدم في هذه الحالة نموذج تقييم السهم العادي في حال تعدد معدلات النمو للتوزيعات.