

المحور الثاني: أسواق الأسهم

المحتويات

22	المحور الثاني: أسواق الأسهم
24	1.2 خصائص ومميزات الأسهم
25	2.2 القيم المختلفة للسهم
25	1.2.2 القيمة الإسمية Nominal value
25	2.2.2 قيمة الإصدار Issue Value
25	3.2.2 القيمة السوقية Market Value
25	4.2.2 القيمة الدفترية Book Value
26	5.2.2 القيمة الحقيقية Real value
26	6.2.2 القيمة التصفية Liquidation Value
26	3.2 اتخاذ قرار التمويل بإصدار أسهم (حقوق الملكية)
27	4.2 ادوات حقوق الملكية
27	1.4.2 الاسهم العادية Common Stock
29	2.4.2 الأسهم الممتازة Preferred Stock
31	5.2 مخاطر الاستثمار في الاسهم
31	1.5.2 مخاطر السوق
31	2.5.2 مخاطر الادارة
31	3.5.2 مخاطر الصناعة
31	4.5.2 مخاطر الأعمال
32	5.5.2 مخاطر الرفع التشغيلي والمالي
32	6.5.2 مخاطر الإفلاس
32	6.2 مقاييس عوائد الأسهم
32	1.6.2 نصيب السهم من الأرباح المحققة
32	2.6.2 نصيب السهم من الأرباح الموزعة
33	3.6.2 الربح الجاري للسهم
33	4.6.2 عائد فترات الاقتناء
33	5.6.2 العوائد المتوقعة
34	7.2 تقييم الأسهم العادية

34	1.7.2 عوامل التقييم
34	2.7.2 طرق التقييم
40	8.2 تقييم الأسهم الممتازة
41	مراجع المحور الثاني

أسواق الأسهم هي نقطة التقاء المشترين والبائعين للأسهم. يمكن للأوراق المالية المتداولة في سوق الأسهم أن تكون إما أسهما عامة، وهي الأسهم المدرجة في بورصة الأوراق المالية، وإما الأسهم المتداولة الخاصة. وعادة ما يتم تداول الأسهم الخاصة من خلال التجار أو الوكلاء، وهذا هو تعريف السوق خارج البورصة ويسمى أيضا سوق الأوراق المالية، وهي السوق التي يتم فيها إصدار الأسهم وتداولها من خلال إما البورصات وإما الأسواق خارج البورصة. وهي أحد أكثر المجالات الحيوية في اقتصاد السوق لأنها تمنح الشركات إمكانية الوصول إلى رأس المال وتمنح المستثمرين شريحة من الملكية في شركة ذات إمكانية تحقيق مكاسب بناء على أدائها المستقبلي. اسواق الأسهم هو أحد القطاعات الرئيسية في الأسواق المالية حيث يتم تداول الأدوات المالية طويلة الأجل، الأسهم تحديدا. وتعد الأسهم إحدى أهم أدوات حقوق الملكية التي تصدرها الشركات بهدف جمع الأموال المستقرة والضرورية لحياة الشركة بحيث يكون حامل السهم من مالكي الشركة وله الحق في جزء من أرباحها، ومن صافي قيمتها في حال التصفية. أما بالنسبة للمشاركين في سوق الأسهم، تعد الأسهم فرصة جيدة للاستثمار من جهة، ومصدرا مستقرا للتمويل من جهة أخرى، وبالتالي تعتبر هذه السوق ذات أهمية كبيرة بالنسبة للاقتصاد ككل. يمكن تلخيص أهمية واستخدامات الأسهم كجزء من حقوق المالية بالنقاط التالية:

يعد الإصدار الجديد للأسهم مصدرا مهما للتمويل الخارجي للشركات؛ عند إصدار أسهم جديدة تحصل الشركة المصدرة للأسهم على رأسمال إضافي يضاف إلى رأسمالها الأساسي. تؤدي الأسهم دورا تمويليا من الأموال المتولدة داخليا (الأرباح المحتجزة)؛ حيث تساهم الأموال المتحصلة من إصدار أسهم جديدة في توليد المزيد من الأرباح، التي سيتم توزيع جزء منها والاحتفاظ بالجزء المتبقي، الذي يشكل بدوره مصدرا من مصادر التمويل للشركة. على الصعيد القانوني والمؤسسي تؤدي الأسهم دورا هاما كإثبات وكوسيلة للملكية. ضمن عملية الادخار والاستثمار، وفي إطار تحليل الهيكل التمويلي للشركات، يمكن ملاحظة أن حجم الأرباح المحتجزة يشكل المصدر الرئيسي لأموال الشركات ويتجاوز حجم الأسهم المصدرة لزيادة رأس المال. إلا أن إصدار أسهم جديدة يبقى مصدرا من مصادر التمويل للشركات لا يمكن الاستغناء عنه أو تجاوزه. في هذا الصدد لا بد من الإشارة إلى العوامل التي يتم تحديد درجة الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي وبشكل أساسي من خلال إصدار أسهم جديدة. بالإضافة إلى جملة من العوامل الأخرى ندرج العوامل المالية التالية:

درجة توفر التمويل الداخلي ضمن احتياجات التمويل الإجمالية للشركة؛ تكلفة مصادر التمويل البديلة؛ سعر السوق الحالي لأسهم الشركة، والذي يحدد العائد على حقوق الملكية كما ذكرنا سابقا، تعد الأرباح المحتجزة المصدر الأساسي للتمويل في الشركات وهو مصدر تمويل داخلي، ولكن في حال عدم كفاية هذا المصدر، لسبب أو لآخر، كانهخفاض ربحية الشركة أو انخفاض حجم الاهتلاكات المحتجزة. وفي حال كانت الشركة بحاجة إلى أموال إضافية لتمويل مشاريع استثمارية طويلة الأجل، تلجأ الشركات البحث عن مصادر التمويل الخارجية، وعلى رأسها

التمويل بحقوق الملكية وخصوصا عن طريق اصدار أسهم جديدة وبالتالي دخول لشركاء جدد أو زيادة مساهمات الشركاء الحاليين أو كلاهما، أسعار الفائدة المرتفعة تشكل حافزا للشركات الباحثة عن مصدر تمويل خارجي للجوء إلى إصدار أسهم، في حين أن انخفاض اسعار الفائدة في السوق يشجع على استخدام أدوات الدين، مما يقلل الطلب على إصدارات الأسهم الجديدة ، هذا ولا بد من الإشارة إلى أن التكاليف المرتفعة لإصدار الأسهم تجبر الشركات على البحث عن مصادر تمويل أخرى كالسندات أو غيرها من أدوات الدين، هذا وتجدر الاشارة إلى أنه خلال فترة نمو سوق الأوراق المالية، تشجع الأسعار المرتفعة في السوق، تشجع الشركات على إصدار أسهم جديدة، حيث تتوفر إمكانية جنب حجم أكبر من الأموال من المساهمين في السوق.

وهناك أنواع متعددة للأسهم التي يتم تداولها بالسوق، فهناك الأسهم العادية التي تعطي حاملها الحق في حضور الجمعية العمومية للشركة وإبداء رأيه في طريقة إدارة الشركة. وهناك أسهم المنحة، وهي التي توزع مجانا على مالكي الأسهم العادية، بغرض زيادة ما يملكونه في الشركة وكذلك لزيادة رأس مال الشركة. أما الأسهم الممتازة فهي التي تمنح مالكيها حقوقا وأولوية في الحصول على حقوقه من الشركة.

عموما السهم في حقيقته جزء من رأس مال شركة المساهمة، حيث يقسم رأس مال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهما، ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له، ويسمى هذا الصك أيضا سهما، فالسهم إذا هو حق الشريك في الشركة، وهو أيضا عبارة عن حصة في ملكية المنشأة أو حصة في رأس مال المنشأة، يحق لصاحب السهم المشاركة في أرباح الشركة بعد تسديد المنشأة لالتزاماتها اتجاه الآخرين. وتنقسم الأسهم إلى نوعين هما:

- الأسهم النقدية: وهي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقودا.
- الأسهم العينية: وهي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة عينا، كأرض، أو مبنى، أو بضاعة، أو مصنع.

وتنقسم الأسهم حسب الشكل إلى ثلاثة أنواع هي :

- الأسهم الاسمية: وهي الأسهم التي تحمل اسم مالكيها، وذلك بأن يدون اسمه على شهادة السهم.
 - الأسهم لحاملها: وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكيها، وإنما يذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها، حيث يعتبر حاملها مالكا لها.
 - الأسهم الإذنية أو لأمر: وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكيها، مع ذكر كونها لإذنه أو لأمره.
- وتنقسم الأسهم حسب ملكيتها إلى نوعين هما أسهم عادية وأخرى ممتازة.

1.2 خصائص ومميزات الأسهم

تشمل الأسهم مجموعة من الخصائص تميزها عن باقي الأوراق المالية الأخرى يمكن إدراجها كما يلي:

- الأسهم صكوك ملكية أي تمثل جزء من رأس مال الشركة، وحملة الأسهم العالية هم أصحاب الشركة.
- الحصول على جزء من الأرباح وعلى حصة من رأس المال في حالة التصفية، فيحصل المساهمون على جزء من الأرباح، يتوقف على عدد الأسهم، وحجم هذه الأرباح، وعلى اتخاذ القرار بتوزيعها.
- الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت، حيث أن أصحاب الأسهم يتمتعون بإدارة الشركة.
- أرباح السهم غير محددة مسبقا، وتعتمد على الموقف المالي للشركة.

- لا تتميز الأسهم بخاصية السيولة، حيث أنها قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية بشكل أسرع من الاستثمارات الأخرى.
- تساوي قيم الأسهم للشركة الواحدة، مما يوحي أن كل سهم يتساوى مع غيره في الحقوق.
- الاستثمار في الأسهم لعبة ايجابية تتيح لجميع المشاركين في الشركة تحقيق نفس فرص الأرباح.
- قابلية السهم للتداول، وهي ميزة تعطي لحملة الأسهم إمكانية التنازل عنها بسرعة.
- الاستفادة من حق التخصيص مجاناً في حالة رفع رأس المال تتناسب مع هذه الزيادة.

2.2 القيم المختلفة للسهم

يجب تحديد بعض المصطلحات المستخدمة في تداول الاسهم، فكثيراً ما نسمع عن قيم مختلفة للسهم الواحد والتي سنوضحها كالآتي:

1.2.2 القيمة الإسمية Nominal Value

هي قيمة السهم التي يقوم المستثمر بدفعها عند تأسيس الشركة وتكوين رأسمالها وذلك عند عملية إصدار الأسهم لأول مرة، وتكون هذه القيمة منصوصاً عليها في عقد التأسيس لتحديد وإصدار رأس مال الشركة وهي أيضاً تُستخدم كأساس لتوزيع الأرباح على المساهمين لاحقاً حيث يحصل حامل السهم على نسبة ثابتة من الأرباح مقارنة مع قيمته الإسمية، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو الدور التنظيمي عند عملية تأسيس الشركة وإصدار رأسمالها وهو السعر الذي يظهر في عقد التأسيس الخاص بالشركة.

2.2.2 قيمة الإصدار Issue Value

وهي القيمة التي تصدرها الشركة أسهم جديدة عندما تريد زيادة رأس مالها، أو عند طرح الشركة للإكتتاب العام، ومما هو جدير بالذكر بأن هذه القيمة قد تكون مساوية للقيمة الإسمية أو غير مساوية لها حيث يمكن أن يضاف لها في بعض الأحيان كل من مصاريف الطرح وعلاوة الإصدار وهذا السعر يظهر في نشرة الإكتتاب أو زيادة رأس مال الشركة، ومنه فان:

$$\text{القيمة الإصدار} = \text{القيمة الإسمية للسهم} + \text{علاوة الإصدار}$$

3.2.2 القيمة السوقية Market Value

وهي سعر السهم الذي نراه على الشاشات خلال عملية التداول اليومي في البورصات وأسواق المال، وهو يمثل محصلة إلتقاء قوى العرض والطلب، والذي يتم من خلالهما تحديد السعر المتداول للسهم، وبالتالي فإنه دائم التغير.

4.2.2 القيمة الدفترية Book Value

وهو مصطلح محاسبي ومالي يشير إلى القيمة المحاسبية للشركة أو بمعنى آخر القيمة الصافية للشركة وفقاً لدفاترها المحاسبية وبياناتها المالية، على أن يتم الحصول على هذه القيمة عن طريق احتساب القيمة الدفترية الصافية لجميع ممتلكات وأصول الشركة مخصوماً منها جميع الإلتزامات والمطلوبات المتوجب على الشركة سدادها، ويتم

إحتساب القيمة الدفترية للسهم بقسمة القيمة الدفترية للشركة ككل على عدد الأسهم المملوكة من قبل جميع المساهمين وبالتالي فهو السعر الذي يظهر في قوائم الشركة المالية. ومنه فان:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم العادي} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} - \frac{\text{قيمة المطلوبات}}{\text{عدد الأسهم}} - \frac{\text{قيمة الموجودات}}{\text{عدد الأسهم}}$$

5.2.2 القيمة الحقيقية Real Value

تحسب هذه القيمة بعد اعادة تقييم اصول الشركة وفقا للاسعار الجارية وبقسمتها على عدد الاسهم، ومنه فان:

$$\text{القيمة الحقيقية} = \text{اصول الشركة بعد اعادة التقييم} / \text{عدد الاسهم}$$

6.2.2 القيمة التصفية Liquidation Value

وهي قيمة السهم الذي يحصل عليه المالك عند انتهاء وتصفية الشركة بعد استبعاد كافة الالتزامات التي تترتب عليها.

$$\text{القيمة التصفية} = \frac{\text{قيمة الموجودات في السوق} - \text{الالتزامات و حقوق الاسهم الممتازة في حالة وجودها}}{\text{عدد الاسهم العادية}}$$

3.2 اتخاذ قرار التمويل بإصدار أسهم (حقوق الملكية)

يعتمد اتخاذ القرار حول نوع مصدر التمويل إن كان إصدار أسهم (حقوق الملكية) أو من خلال مزيد من الديون على عدة عوامل أهمها:

- السياسات الضريبية، في العديد من البلدان، تكون مدفوعات الفائدة معفاة من الضرائب، ولكن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة، وبالتالي فإن الاعفاء الضريبي للديون يشكل حافزا للتمويل عن طريق الديون.
- احتمالية الإفلاس، زيادة مديونية الشركة، تؤدي إلى زيادة الأعباء المالية عليها، الأمر الذي قد يتسبب في ضائقة مالية قد تؤدي إلى الإفلاس، وبالتالي تميل الشركات إلى تقليل نسبة مديونيتها ومخاطر الائتمان واللجوء إلى التمويل بحقوق الملكية وإصدار أسهم.
- مشكلة الوكالة، عندما يتم تمويل الشركة عن طريق الديون، ينشأ نزاع متأصل بين أصحاب الديون وحملة الأسهم. حيث يميل المساهمون لاتخاذ قرارات تشغيل واستثمار أكثر خطورة، على أمل تحقيق أرباح أعلى في حالة النتائج المتفائلة. تستند حوافز المساهمون في اتخاذ هكذا قرارات بشكل أساسي على كون مسؤوليتهم محدودة بمساهماتهم. في حالة اسوأ النتائج، بالمقابل يعتبر حملة السندات أكثر تحفظا تجاه المخاطر كونهم يحصلون على عائد ثابت مقابل ديونهم وبالتالي تعتبر قرارات حملة الأسهم في غير مصلحتهم كونها تعرضهم للخطر أكثر مما يتحملون.

- تأثير الإشارات، إن جميع القرارات التي تتخذها الشركة وبشكل خاص عندما يتعلق الأمر بالهيكل التمويلي، تشكل إشارات للسوق حول السعر السوقي للسهم. فعندما تتخذ الشركة قرارا بإصدار أسهم، مثلا، تكون بذلك قد أرسلت إشارات إلى السوق بأن السعر الحالي للأسهم مرتفع.

4.2 أدوات حقوق الملكية

هي وثائق تعمل كإثبات من الناحية القانونية لامتلاك حصة من رأس مال الشركة، وبالتالي من صافي قيمتها، أي جزء من الاموال الخاصة في الشركة، ويتم اصدار أدوات حقوق الملكية عموما لمساهمي الشركة، ويتم استخدامها للتمويل الطويل الاجل، ويمكن تقسيم أدوات حقوق الملكية الى فئات متعددة، واكثرها شيوعا هي:

1.4.2 الاسهم العادية Common Stock

يعرف السهم بأنه عبارة عن صك يمثل ملكية جزء من رأس مال شركة، وهو بذلك يسمح للمساهم بالإشتراك في الجمعيات العمومية، حق التصويت فيها، وحق الانتخاب، وحق الأولوية في الإكتتاب عند زيادة رأس المال، كما أنه يعطي الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيته.

وهي عبارة ايضا عن حصص متساوية القيمة تمثل رأس مال المشروع أو المنشأة (حصة في الملكية)، يحق لحاملها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الآخرين، كما يحق له حضور اجتماعات الجمعية العامة للمنشأة والتصويت، كذلك يحق له بيع الأسهم العادية أو شراء المزيد منها، وحق المشاركة في أصول المنشأة عند التصفية في حالة إفلاس المنشأة. ومن خصائص الأسهم العادية:

- أنها أموال ملكية.
- لا يوجد لها موعد استحقاق، بل تنتهي مع تصفية المنشأة.
- يحصل حاملها على حقوقه ومنها الأرباح، لكن يتحمل جميع المخاطر التي تتعرض لها الشركة بمقدار مساهمته فيها.

فحملة الأسهم هم شركاء في صافي الدخل الذي تحققه مؤسسات الأعمال ورأسمال تلك المؤسسات التي تصدر الأسهم، ولا يحصلون على فوائد وإنما يحصلون على أرباح أو يتحملون خسارة تبعاً لما يسفر عنه المركز المالي للشركة التي أصدرت هذه الأسهم، ويمكن للمستثمرين إعادة بيع هذه الأسهم في السوق إما للحصول على سيولة نقدية أو لتعديل محافظهم الإستثمارية.

إلا أنه يمكن أن تصدر أحيانا في فئات متعددة ذات مزايا مختلفة مثل أسهم عادية فئة "أ" ذات مركز متميز في الحصول على الربح، لكن لا تتمتع بحقوقها الكاملة في التصويت وأسهم عادية فئة "ب" لها مركز أقل من حيث الربح لكن لها حق كامل التصويت.

ويحصل حملة الأسهم العادية على نصيبهم من التوزيعات وذلك في شكل نسبة مئوية من قيمة رأس المال تعلن سنويا من قبل مجلس الإدارة، وذلك في حدود القيود والشروط المحددة في العقد الأساسي للشركة وما يتماشى مع قوانين الشركات المعمول بها في البلد، ويتقاضون الأرباح الموزعة إما نقدا أو على شكل أسهم وذلك بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة كافة حقوقهم في الربح، كذلك في حالة تصفية الشركة أو في حالة تسهيل أصولها يتقاضى حملة الأسهم العادية حقوقهم من أصول الشركة بعد كافة الدائنين ملاكها.

وتمثل الأسهم العادية وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل من وجهة نظر الشركة وتعتمد الشركات اعتمادا يكون تاما على الأسهم العادية في تمويلها الدائم، ويعد الإستثمار في الأسهم من أكثر الإستثمارات المالية شيوعا في السوق الاستثماري، نظرا لما يعطيه للمستثمر من حق في ملكية الشركة المصدرة لتلك الأسهم وما يحققه هذا الإستثمار من عوائد إستثمارية لحامله.

1.1.4.2 انواع الاسهم العادية

الى جانب الأسهم العادية التقليدية ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعا جديدة من الأسهم وهي:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: هي أسهم تصدرها الشركات حيث ترتبط توزيعات هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالشركة، وهو ما قامت به شركة جنرال موتورز في الثمانينات، إذ أصدرت أسهم أطلقت عليها الفئة E، حيث ربطت التوزيعات التي تحصل عليها هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم نظم المعلومات الالكترونية بالشركة.

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة (اسهم بوفورات ضريبية): الأصل أن الأرباح التي يحصل عليها حملة الأسهم لا تعتبر من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة، إلا انه صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة الأمريكية يسمح للشركة التي تباع حصة من أسهمها العادية للإفراد العاملين فيها بخصم الأرباح الموزعة على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة. ليس هذا فقط بل لقد نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين، والمخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع ضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.

- الأسهم العادية المضمونة: الأصل في السهم العادي، انه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى الشركة التي أصدرته في حالة انخفاض قيمته السوقية، وفي سنة 1984 ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة زمنية محدودة بعد الإصدار، وعادة يحصل المستثمر على عدد من الصكوك يطلق عليها "حقوق التعويض" أو "الوحدات"، وذلك مقابل الأسهم المشتراة، هذا ويمكن أن يباع السهم والحق منفصلين، وذلك خلال الفترة المحددة للمطالبة بالتعويض.

2.1.4.2 تقييم الأسهم العادية كمصدر للتمويل

هناك عدة مزايا توفرها الأسهم العادية للشركة نذكر منها:

- لا توجد أي التزامات أو أعباء ثابتة على الشركة مثل الفوائد في حالة التمويل عن طريق القروض.
- ليس لها تاريخ إستحقاق محدد.
- زيادة التمويل عن طريق هذا المصدر يؤدي إلى زيادة مقدرة الشركة على الاقتراض.
- يفضل المستثمرون التمويل عن طريق هذا المصدر لأنه يحقق لهم معدل عائد أفضل، ويعتبر هذا مصدر وقاية من أثر التضخم في بعض الإستثمارات.
- نجد أن الضريبة على الأرباح الرأسمالية من بيع الأسهم أقل من معدل الفائدة على القروض.
- أما عيوب التمويل عن طريق إصدار الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة المصدرة فتتمثل فيما يلي:
- يشمل بيع الأسهم حق التصويت مما يضر أو يضعف رقابة الملاك الحاليين على الشركة؛

- قد يترتب على الإقتراض استخدام أموال الغير مما يدر معدل فائدة ثابتة ومنخفض بينما إصدار أسهم جديدة يؤدي إلى المشاركة المتساوية لحملة الأسهم في الأرباح المتوقعة؛
- تكلفة إصدار الأسهم الجديدة أعلى من تكلفة الإقتراض؛
- إذا كانت الشركة تعتمد على التمويل بالملكية بدرجات عالية، أو تستخدم المديونية بنسبة صغيرة مما يعني أن تكلفة المرجحة المتوسطة للأموال تكون كبيرة مما هو متوقع؛
- لا تخصم التوزيعات من الضريبة (لا تحصل على أي إعفاءات ضريبية مثل الفوائد) كما هو الحال بالنسبة لمدفوعات الفوائد.

2.4.2 الأسهم الممتازة Preferred Stock

الأسهم الممتازة هي أداة مالية تمثل حصة ملكية في الشركة كما الأسهم العادية ولكنها لا تمنح حاملها الحق بالتصويت في اجتماعات الهيئة العامة للشركة. بالمقابل تمنحه الحق في الحصول على مبلغ ثابت من أرباح الشركة وهذا يجعل هذه الأداة مشابهة للدين ومع ذلك، فهي تشبه الأسهم العادية في أن حاملها يحصلون على مقابل حصتهم في الشركة فقط بعد الوفاء بحقوق اصحاب الدين وغيرهم من أصحاب الحقوق على الشركة. لذلك يطلق عليه أداة هجينة.

حملة الأسهم الممتازة هم من ملاك الشركة والمساهمين فيها كما حال حملة الأسهم العادية، ويحصلون على الأرباح المحددة عندما تحقق الشركة أرباحا صافية كافية تزيد عم التزامات الشركة تجاه حملة الديون، لذلك إذا لم تحقق الشركة ارباحا صافية كافية، تدفع منه أرباح الأسهم الممتازة، قد لا يحصل حملة هذا النوع من الأسهم على نصيبهم من الأرباح. تشكل الأسهم الممتازة مصدرا جيدا للتمويل بالنسبة للشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة، كونها تخفض من هذه الرافعة وبالتالي من مخاطر إفلاسها الأمر الذي يقلل من مستوى الفائدة الذي سيطلب منها لقاء حصولها على ديون جديدة. وغالبا ما تتمتع أرباح الأسهم الممتازة بإعفاءات أو تخفيضات ضريبية.

1.2.4.2 أنواع الأسهم الممتازة

توفر أسواق الأسهم العديد من الأنواع من الأسهم الممتازة، وذلك لتلبية حاجات ورغبات أكبر شريحة من المستثمرين، فيما يلي شرح لأهم هذه الأنواع:

- الأسهم الممتازة المراكمة للأرباح cumulative preference shares: وهي أسهم تحفظ لحاملها الحق في الحصول على ارباح السنة أو السنوات التي لم يتم توزيع أرباح عنها إلى سنوات لاحقة، بمعنى أن الشركة ملزمة بدفع الأرباح لهذه الأسهم عندما يكون هناك إمكانية لذلك. مثلا، بفرض أن الشركة المصدرة للأسهم الممتازة لم تقم بتوزيع أرباح السنة الماضية على حملة الأسهم، وكان من الممكن توزيع أرباح في السنة التالية، فإن حملة الأسهم الممتازة سيحصلون على أرباح موزعة عن سنتين، ومن ثم توزع أرباح حملة الأسهم العادية.

- الأسهم غير المراكمة للأرباح Non-cumulative preferred shares: على عكس النوع الأول، هذا النوع من الأسهم لا يلزم الشركة بدفع الأرباح التي لم توزع عن سنوات سابقة، وبالتالي فإن الحق في التوزيعات عن السنوات السابقة والتي لم تدفع، يفقده حامل السهم بشكل نهائي.
- الأسهم القابلة للاسترداد A redeemable preferred share: على الرغم من أن معظم الأسهم الممتازة ليس لها تاريخ استحقاق وبالتالي فإنها لا تسترد من قبل الشركة، إلا أن هذا النوع من الأسهم له تاريخ استحقاق محدد، تقوم فيه الشركة المصدرة باسترداد الأسهم ودفع قيمتها الأساسية أي قيمتها الاسمية لحملتها في بعض الأحيان، تمنح الأسهم الممتازة القابلة للاسترداد للشركة المصدرة الحق في استدعاء الأسهم من هذا النوع، دون أن يكون ذلك ملزمة. بالواقع، مثل هذا النوع من الأسهم يعطي المصدر خيار شراء، مقابل دفع أرباح موزعة أعلى للمستثمر. مثلاً، بفرض أن شركة ما أصدرت أسهم ممتازة وأسهم ممتازة قابلة للاستدعاء، فإن حملة النوع الثاني سيحصلون حكماً على نسبة أرباح وبالتالي على أرباح موزعة أعلى مما سيحصل عليه حملة النوع الأول.
- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل Convertible preferred shares: هذا النوع من الأسهم الممتازة يعطي الحق لحامله في تحويله إلى أسهم عادية وفق نسبة محددة مسبقاً، ودون أية تكاليف إضافية. في بعض الأحيان يكون من الممكن ممارسة هذا الحق مرهون بتحقيق شرط أو ظرف محدد، كان لا تقوم الشركة المصدرة للسهم بتوزيع أرباح.
- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح Participating preferred shares: بخلاف الأنواع الأخرى من الأسهم الممتازة، يتمتع حامل هذا السهم بالحق في حصة إضافية من أرباح الشركة في حال تجاوزت الأرباح الموزعة لحملة الأسهم العادية في الشركة حدود معينة.

2.2.4.2 تقييم الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل

- هناك عدة مزايا توفرها الأسهم الممتازة للشركة نذكر منها:
 - المنشأة ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات على حملة الأسهم الممتازة في كل سنة تحقق فيها أرباح.
 - التوزيعات محددة بمقدار معين.
 - لا يحق لحملة السهم الممتاز التصويت وبالتالي التدخل في الإدارة.
 - إصدار السهم الممتاز يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الإقتراضية المستقبلية للمنشأة.
- أما عيوب التمويل عن طريق إصدار الأسهم الممتازة من وجهة نظر الشركة المصدرة فتتمثل فيما يلي:
 - يجب أن تباع الأسهم الممتازة على أساس عائد أعلى من عائد السندات.
 - إن العوائد على الأسهم الممتازة لا تخصص كمصروف ضريبي، وهذه الخاصية تجعل تكلفتها مرتفعة عند مقارنتها بتكلفة السندات.
 - إن تكلفة القروض بعد الضريبة تكون تقريباً عائد الكوبون في الشركات المربحة ومع ذلك فإن تكلفة الأسهم الممتازة تتمثل في ربحية الأسهم بالكامل.

5.2 مخاطر الاستثمار في الاسهم

من المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم نجد:

1.5.2 مخاطر السوق

تشير المخاطر السوقية إلى التحرك العام في أسعار الورقة المالية، حيث تتحرك هذه الأسعار معاً استجابة لأحداث خارجية (هذه الأحداث غير المرتبطة بصفة أساسية بالشركات المعنية)، فعندما يحدث السعر في السوق الخاص بالأسهم صعوداً وهبوطاً نجد أن معظم الأسهم تتجه أسعارها في نفس اتجاه السوق، فالأحداث الخارجية التي تحرك الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها، لذلك لا يستطيع المستثمر فعل شيء لتجنب هذه التقلبات، ومن أهم مخاطر السوق تلك المخاطر الناتجة عن استثمار الأموال في الأجل القصير في سوق الأسهم فإذا كانت الحاجة إلى الأموال المستثمرة في لحظة حدوث تدهور في سوق الأسهم فإن المستثمر مضطر للبيع بخسارة، مما يعني أن المستثمر في حاجة إلى مدي زمني أطول بحيث لا يضطر للبيع في حالة تدهور سوق الأسهم.

2.5.2 مخاطر الإدارة

يقصد بها أكثر الأخطاء التي يرتكبها المدبرون أو سوء الإدارة في الشركة، فإخطاء الإدارة في بعض الشركات أدت إلى خسائر فادحة، وعرضت الكثير منها إلى الإفلاس، وفي المقابل فإن يقظة الإدارة وتدخلها في الوقت المناسب في مواجهة المشاكل واستغلال الظروف المواتية، يكون له مردود إيجابي على عائدها المادي وبالتالي يؤثر هذا إيجابياً على أسعار أسهمها.

وفي بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة لإدارة الشركة في منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، وفي أحيان أخرى تؤدي الأخطاء غير المتعمدة التي تقوم بها الإدارة إلى الاقتراب من حالة الإفلاس، فيظهر بما يسمى بالفشل المالي، والذي من هذه المخاطر هو سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المالية في الظروف الطارئة وإزمات الطاقة وإضرابات العمال...، ويرتبط هذا النوع من الأخطاء الإدارية في معظم الأحيان بتدني قدرة الإدارة على تسير الأزمات.

3.5.2 مخاطر الصناعة

تنجم هذه المخاطر عن ظروف تخص الصناعة، كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية اللازمة للصناعة، ووجود خلافات مستمرة بين العمال وإدارة المصنع، وكذلك التأثيرات الخاصة للقوانين الحكومية المتعلقة بالرقابة على التلوث، وتأثيرات المنافسة الأجنبية على الصناعة المحلية بالإضافة إلى ظهور منتجات جديدة أو تكنولوجيا جديدة، كل هذا من شأنه أحداث ضرر كبير في الأرباح، والقيمة السوقية للأسهم.

4.5.2 مخاطر الأعمال

تشير إلى درجة التقلب والتذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمنشأة المستثمر في أسهمها، والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار الذي ينتظره المستثمر، وتنشأ هذه المخاطر من طبيعة الأداء التشغيلي، ومتغيرات هذا الأداء، وبيئة التشغيل والتي هي انعكاس لمجموعة من العوامل سببها السياسات الإدارية، الظروف الاقتصادية وتغيرات طلب المستهلكين والتغير في ظروف المنافسة والتي تسهم جميعها في تذبذب عائد العمليات التشغيلية، ويمكن حصر أهم العوامل التي تتأثر بمخاطر الأعمال في: التغير في حجم الطلب على منتجات المنشأة، التغير في أسعار بيع منتجات المنشأة، التغير في أسعار المدخلات، درجة الرفع التشغيلي.

5.5.2 مخاطر الرفع التشغيلي والمالي

يرتبط الرفع التشغيلي بنمط هيكل تكاليف المنشأة أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية للتكاليف الكلية، وتقاس مخاطر الرفع التشغيلي من خلال قسمة التكاليف الثابتة للشركة على تكاليفها المتغيرة، وكلما زادت قيمة الرافعة التشغيلية زاد تباين العائد على السهم أي ان انخفاض بسيط في رقم المبيعات يؤدي الى انخفاض كبير في ربح التشغيل. اما مخاطر الرفع المالي فتحدث نتيجة استخدام الشركة لأموال ذات اعباء ثابتة كالقروض والسندات والأسهم الممتازة، وتحدث المخاطر في هذه الحالة عندما تخفض أرباح التشغيل عن تكلفة التمويل، مما يؤدي الى الأنخفاض في الأرباح.

6.5.2 مخاطر الإفلاس

تنشأ هذه المخاطر من عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها تجاه الغير، فيؤثر على سلامة المركز المالي للمؤسسة أو الشركة، وهو ما ينعكس في النهاية على القيمة السوقية لأوراقها المالية، وتكمن مخاطر الافلاس بالنسبة للأسهم في أن حملة هذه الأوراق لا يحصلون على مستحقاتهم إلا بعد استيفاء الدائنين لحقوقهم كاملة، حيث انه يمكن ان لا يبقى بعد التصفية ما يكفي لاسترداد أصحاب الأسهم لأموالهم. في الأخير يمكن القول أن هذه المخاطر لا تؤثر فقط في الأسهم ولكن أيضا تؤثر على السندات ولكن بدرجة أقل.

6.2 مقاييس عوائد الأسهم

العوائد الفعلية وهي العوائد التي يحققها المستثمر فعليا من خلال استثماره (الافتناء أو التداول بيع وشراء) لهذه الأداة الاستثمارية وقد تكون هذه العوائد إما "عوائد إيرادية أو عوائد رأسمالية أو مزيجا منهما)، يمكن قياس عوائد الأسهم الفعلية من خلال عدة مقاييس:

1.6.2 نصيب السهم من الأرباح المحققة

تعد نسبة نصيب السهم من الأرباح المحققة من أهم النسب الواسعة الانتشار والمتكررة الاستخدام في الحياة العملية كمقياس لأداء الشركات من وجهة نظر المستثمر، وهي إحدى مقاييس خصائص الأسهم العادية أو إحدى مقاييس السوق، وهو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشرا عن عوائد الأسهم بشكل عام، أي أن هذا المتغير يعبر عن الأداء الكلي لشركة المساهمة. ويعكس مدى كفاءة الشركة في استخدام الأصول والموارد المتاحة، لذلك تسعى الشركات الى زيادة هذا المقياس للدور الذي يلعبه في تحديد سعر السهم، حيث أنه أحد العوامل التي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار عندما يفكر في شراء السهم، ويرمز لنصيب السهم من الأرباح المحققة ب EPS، ويتم قياس هذا المقياس من خلال قسمة صافي الربح بعد خصم الضرائب على عدد الأسهم العادية المكتتب بها.

$$\text{نصيب السهم من الأرباح المحققة} = \frac{\text{صافي الربح بعد خصم الضرائب}}{\text{عدد الأسهم}}$$

2.6.2 نصيب السهم من الأرباح الموزعة

هو مقياس آخر من مقاييس السوق، وهو يقيس ما سوف يحصل عليه المساهم من أرباح موزعة لكل سهم لقاء وجود هذا السهم في محفظته، وبذلك فإن الربح الموزع يمثل التدفق النقدي الذي يحصل عليه المساهمون ويعتبر

هذه المقياس أيضا من أهم العوامل المؤثرة في تحديد سعر السهم، حيث أنه ليس من الضروري أن يتساوى نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة مع نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة، والسبب أن معظم ما توزعه الشركات جزءا من الأرباح التي تحققها وتحفظ بالباقي على شكل احتياطات أو أرباح محتجزة، لذا يكون نصيب السهم العادي من الربح الموزع أقل من الربح المتحقق، ويتم احتساب هذا المقياس من خلال:

$$\frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{نصيب السهم من الأرباح الموزعة}$$

3.6.2 الربح الجاري للسهم

هو مقياس مهم جدا في عملية تقييم الأسهم من وجهة نظر المستثمر، حيث إنه يقيس قدرة الدينار الواحد الذي يدفعه المستثمر ثمننا للسهم على توليد الأرباح، حيث إن العلاقة بين ربح السهم الجاري والقيمة السوقية له علاقة عكسية وهذا يعني أنه إذا زادت القيمة السوقية للسهم نقص ربحه الجاري، وفي العادة يتماشى ربح السهم الجاري مع معدلات الفائدة على السندات فاذا ارتفعت معدلات الفائدة على السندات يُقبل الناس على بيع الأسهم وشراء السندات فتتخفف القيمة السوقية للأسهم بسبب زيادة العرض فيرتفع الربح لأن نصيب السهم من الأرباح الموزعة يبقى ثابتا خلال السنة، ويتم احتساب الربح الجاري للسهم من خلال:

$$\frac{\text{نصيب السهم من الأرباح الموزعة}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{الربح الجاري للسهم}$$

4.6.2 عائد فترات الاقتناء

هو المقياس الذي يوصف بأنه أكثر مقاييس عوائد الأسهم واقعية ودقة حيث يأخذ بعين الاعتبار الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية، كما ويقاس اقتناء المستثمر لسهم كان قد اشتراه بمبلغ معين ثم يبيعه بعد ذلك، فإن العائد لفترة الاقتناء لهذا السهم هي:

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

P_t : سعر السهم في الفترة t

R_i : عائد السهم

D_t : التوزيعات النقدية

P_{t-1} : سعر السهم بالفترة t-1

5.6.2 العوائد المتوقعة

وهي القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة الحدوث، ويتم احتساب هذه العوائد من خلال المعادلة التالية:

$$E(R) = \sum r_i \times p_i$$

حيث إن: $E(R)$: تمثل العوائد المتوقعة للسهم. x_i : تمثل عائد السهم. P_i : احتمالية حدوث مثل هذا العائد.

7.2 تقييم الأسهم العادية

تعتبر عملية تقييم الاسهم العادية عملية معقدة اذ يعزى ذلك الى ان امكانية تذبذب اسعار الاسهم العادية صعودا وهبوطا اكبر منها في اسعار الاسهم الممتازة، وفي اسواق المال في العالم هناك طرق نظريات كثيرة لمحاولة تقييم الاسهم العادية، الا انها في هذه المجال سنقوم باستعراض اهم هذه الطرق، لكننا قبل عميلة الاستقراض للطرق، سوف نناقش عوامل التقييم.

1.7.2 عوامل التقييم

هنالك العديد من العوامل التي تؤثر على عملية تقييم الاسهم العادية من اهمها :

- قدرة الشركة على تحقيق الارباح: فكلما كانت قدرتها اكبر على تحقيق الارباح كلما اتجه سعر السهم الى الارتفاع والعكس بالعكس.
- التوزيعات النقدية على المساهمين: تحقيق الشركة لاية ارباح لا يعني بالضرورة اجراء عملية توزيع كل هذه الارباح او جزء منها على المساهمين، فكلما شركة سياسة معينة خاصة بها بالنسبة لعملية التوزيعات التي تقرها للمساهمين.
- وكما نعرف فانه الهدف الاساسي للمستثمر غير المضارب عند اتخاذه لقرار شراء اسهم هو الحصول على التوزيعات النقدية، وخاصة المستثمر الذي يعتمد في معيشته على هذه التوزيعات.
- اتجاهات النمو في الارباح: عند دراسة اتجاهات النمو في الارباح فانه يتوجب الاخذ بعين الاعتبار الارباح التي تتحقق من العمليات المتعلقة بطبيعة العمل نفسه حيث يتم استبعاد أي ارباح عرضية ناتجة عن عمليات ليست من طبيعة عمل الشركة.
- معدل العائد المطلوب على الاستثمار: والذي يمثل معدل الفائدة السائد بالاضافة الى معدل خطورة الاستثمار في الشركة وبالتالي فمعدل العائد يختلف وفقا لمعدلات الفائدة السائدة ونسبة الخطورة التي يحملها كل سهم.

2.7.2 طرق التقييم

هناك العديد من طرق التقييم المتبعة لتقدير القيمة الحقيقية للسهم العادي من اهمها:

1.2.7.2 نموذج خصم التوزيعات Dividend Discount Model

صمم نموذج خصم التوزيعات العام (DDM)، لأول مره من قبل وليمس سنة 1931، ويعتبر هذا النموذج أكثر النماذج استخداما في تقييم الأسهم العادية، لان التوزيعات تعد الأساس في تقدير القيمة الحقيقية للسهم. يعد هذا النموذج تطبيق واضح لفكر الأساسين أو ما يسمى بالتحليل الأساسي (Fundamental Analysis). ولان الهدف الرئيسي من هذا النموذج هو إيجاد قيمة السهم الحقيقية، المتمثلة بجمع القيمة الحالية لسلسلة متنامية من

توزيعات الأرباح المستقبلية، والتي تخصم كل مرحلة من مراحل هذه السلسلة عند معدل خصم معين أو معدل عائد مطلوب يتلاءم مع درجة مخاطرتها.

والسؤال هو ما هي العلاقة بين السعر السوقي للسهم والتدفقات النقدية المستقبلية؟ وللإجابة على هذا التساؤل فإنه من المبادئ المالية الأساسية أن سعر السوقي للسهم هو القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، ويستخدم معدل الخصم (معدل الفائدة) لتحديد القيمة الحالية وذلك يعتمد على أشكال متعددة التدفقات النقدية، والقيمة الحالية لسهم العادي تساوي القيمة الحالية لكل التدفقات النقدية المستقبلية (التوزيعات) المتوقع أن تعطي بشكل لا نهائي على خط الزمن الأفقي.

ويمكن الحصول على القيمة الحالية من خلال المعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n}$$

P_0 : السعر الحالي للسهم.

P_1 : السعر المتوقع للسهم آخر السنة الأولى.

r : معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السوق.

D_n : التوزيعات النقدية المنتظرة في السنوات n .

ونظرا لكون نشاط المنشأة مستمر عبر الزمن، والتوزيعات كذلك تكون مستمرة طوال فترة حياة المنشأة، فإنه

يمكن إعادة صياغة وتبسيط المعادلة السابقة لتصبح كالتالي:

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+r)^i}$$

من خلال هذه المعادلة يمكن الآن حساب قيمة السهم في أي سنة كانت وذلك بتعويض قيمة السنة في مكان الحرف (i) فقط.

يوجد لنموذج خصم توزيعات الأرباح ثلاث حالات (نماذج مختلفة لتقييم السهم، مبنية على أساس كيفية التوزيعات المستقبلية، لأن التوزيعات المتوقعة في المستقبلية تكون لها أكثر من حالة أو نموذج. فقد تكون في نموذج النمو الصفري (Zero Growth) أو في نموذج النمو الثابت (Constant Growth) وأخيرا قد تكون في حالة المتعدد (Multiple) وذلك حسب معدل نمو التوزيعات المستقبلية.

1.1.2.7.2 نموذج النمو الصفري Zero Growth Model

أساس هذا النموذج هو أن توزيعات الأرباح المستقبلية ثابتة، لا تنمو طوال حياة المنشأة، بمعنى أن صاحب السهم يحصل على توزيعات أرباح ثابتة (تدفقات نقدية سنوية ثابتة) خلال دورة حياة المنشأة حتى يتم تصفيتهما، وذلك لأن معدل النمو السنوي لهذه التوزيعات صفر. وبما أن الأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق أو عمر محدد. فإنه من الصعب تطبيق المعادلة السابقة، والخاصة بالنموذج العام لخصم توزيعات الأرباح، لذلك تم تبسيط النموذج

العام المذكور أعلاه، بنموذج مبسط يحتوي على نفس المعلومات الواردة في النموذج العام. وتحسب القيمة الحقيقية للأسهم على أساس النموذج المبسط من خلال المعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{D_i}{r}$$

مثال: سهم عادي تبلغ حصته من الأرباح المتوقعة 15 دينار بصفة ثابتة، فما هي القيمة الحقيقية للسهم ومعدل العائد المتوقع وبماذا تنصح المستثمر، اذا علمت ان السعر السوقي للسهم 50 دينار وان معدل العائد المطلوب 20%.

الحل

$$P_0 = \frac{D_i}{r} = \frac{15}{0.2} = 75$$

بما ان القيمة الحقيقية للسهم 75 دينار اكبر من السعر السوقي 50 دينار، فاننا ننصح المستثمر بشراء السهم وعدم بيعه.

$$r = \frac{D_i}{P} = \frac{15}{50} = 0.3 = 30\%$$

هنا ايضا بما ان معدل العائد المتوقع 30% اكبر من معدل العائد المطلوب 20% فاننا ننصح المستثمر بشراء السهم وعدم بيعه.

هذا النموذج يفترض بعدم نمو التوزيعات وبالتالي لا يكون مناسب لاستخدامه في تقييم أسهم الشركات التي تتصف لديها التوزيعات بالنمو الثابت.

2.1.2.7.2 نموذج النمو الثابت Constant-Growth Model

ويعرف هذا النموذج ايضا بنموذج Gordon نسبة للباحث الذي وضعه، وهو طريقة لتقييم التدفقات النقدية السنوية المتولدة عن السهم والتي تنمو بمعدل ثابت للفترة المستقبلية مؤثرة بذلك على القيمة الحقيقية للسهم العادي، ويمكن التعبير عن هذا النموذج بالصيغة الآتية:

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g} = \frac{D_0 (1 + g)}{r - g}$$

حيث: P_0 : القيمة الحقيقية للسهم

g : معدل نمو توزيعات الأرباح

r : معدل العائد المطلوب على الاستثمار بالسهم

D_i : توزيعات الأرباح المتوقعة في السنة i .

فمثلا: $D_1 = D_0 \times (1+g)$, $D_2 = D_1 \times (1+g) = D_0 \times (1+g) \times (1+g) = D_0 \times (1+g)^2$

والجدير بالذكر في نموذج (Gordon and Shapiro Model) يفترض بأن معدل الخصم (r) اكبر من معدل نمو التوزيعات الثابت (g)، لكن في حالة كان معدل الخصم مساويا لمعدل نمو التوزيعات الثابت، فان قيمة الأسهم (P_0) تكون متساوية إلى ما لا نهاية، والسبب لأنه لا يوجد نمو في قيمة هذه الأسهم. أما في حالة كانت (g) اكبر من (r) لا يصلح هذا النموذج للتطبيق وذلك لأن قيمة الأسهم ستكون سالبة، لكن في الواقع العملي تكون (r) اكبر من (g) والسبب في ارتفاع (r) وجود المخاطرة.

مثال: لنفرض أن شركة ما قامت بتوزيع 03 دولار للسهم الواحد العام الماضي ويتوقع أن تنمو نسبة التوزيع بحوالي 10% سنوياً. ما هي القيمة التي يمكن أن تعطها لسهم هذه الشركة إذا كان معدل العائد في السوق هو 12%. باستخدام النموذج أعلاه فإن سعر السهم سيكون:

$$P_0 = \frac{03 (1 + 0.1)^1}{0.12 - 0.10} = \frac{3.3}{0.02} = 165$$

مثال 2: ما هي قيمة سهم عادي إذا كانت توزيعات الأرباح المتوقعة عليه خلال عام 2 ديناراً وأن هذه التوزيعات سوف تنمو بمعدل ثابت مقداره 5% خلال السنوات القادمة وأن معدل العائد المطلوب 10%؟

$$P_0 = \frac{02(1 + 0.1)}{0.10 - 0.05} = 42$$

أي أن القيمة العادلة لسهم الشركة هي 42 ديناراً

مثال 3: بفرض ان شركة قامت بتوزيع 01 دينار، ونريد توقع سعر السهم بعد اربع سنوات بفرض ان نسبة النمو 03% وان معدل العائد المطلوب 09%.

$$P_0 = \frac{01 (1 + 0.03)^4}{0.09 - 0.03} = \frac{1.1255}{0.06} = 18.76$$

ويستخدم هذا النموذج في الشركات الناضجة التي تكون توزيعات الأرباح فيها تتصف بالثبات. ومعظم الشركات الكبيرة يمكن تقييم أسهمها من خلال استخدام هذا النموذج. ولكن هذا النموذج لا يصلح لتقييم أسهم الشركات الناشئة التي هي في طور النمو.

ويؤخذ على هذه الطريقة أنها تعطي تقييماً غير دقيق لسعر السهم إذا ارتكبت أخطاء في تحديد قيمة توزيعات الأرباح أو عند تقدير معدل نمو الأرباح أو عند تحديد معدل العائد المطلوب. كما أن عيوب هذه الطريقة تتفاقم في حالة الشركات التي تحتجز معظم أرباح بدلا من دفعها للمساهمين كتوزيعات أرباح. فعلى سبيل المثال تحتجز معظم شركات النمو أرباحها لتمويل نموها السريع لذا لا توزع غالبا أية أرباح.

3.1.2.7.2 نموذج النمو المتغير Variable-Growth Model

ويطلق عليه ايضا نموذج النمو غير الثابت او نموذج النمو المتعدد، على أساس أن النمو المستقبلي لحصة السهم من الأرباح لا يظل ثابت وذلك على حسب دورة حياة الصناعة حيث أن دورة حياة بعض المشروعات عادة تكون قصيرة

حيث تمر بعدة مراحل النمو، حيث تنمو هذه المشروعات في بداية حياتها الإنتاجية بمعدل نمو يفوق معدل نمو الاقتصاد الوطني، ثم ينخفض ليتساوى مع معدل نمو الاقتصاد الوطني، ثم تبدأ معدلات نمو المشروع في التناقص، وهذا ما يعرف بدورة حياة الصناعة.

وترتبط حالة النمو غير الثابت بالشركات الحديثة الاستثمار، ففي بداية مرحلة النمو السريع تتجه الشركة نحو إعادة استثمار الأرباح المتولدة ولا تقوم بإجراء توزيعات، بقرب نهاية تلك المرحلة تبدأ الشركة في إجراء توزيعات بمعدلات تأخذ في التزايد من سنة إلى أخرى، وعند نقطة ما في مرحلة النضوج يبدأ معدل نمو التوزيعات في الانخفاض، إلى أن يصل مستوى تستطيع الشركة الإبقاء عليه في المدى الطويل، وحينئذ يستقر معدل النمو، ويستخدم نموذج النمو غير الثابت عندما يكون هدف المستثمر الاحتفاظ بالسهم لفترة طويلة نسبية وذلك لتحقيق أرباح رأسمالية وكما هو الحال في تقدير قيمة الاستثمار يتطلب الأمر إيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع أن تتولد عن الاستثمار، وفي حالة الأسهم العادية فإن التدفق النقدي الذي على أساسه يتم تقدير القيمة الحقيقية للسهم هو حصة السهم من الأرباح المستقبلية، ولكن التدفقات النقدية لا تسير على نمط واحد.

أن التدفقات النقدية المتمثلة في حصة السهم من الأرباح سوف تبدأ بنمو سريع لفترة زمنية، بعدها ينخفض معدل النمو وينتظم، حينئذ تصبح أمام نموذج ذو مرحلتين، ولإيجاد القيمة الحالية للأرباح المستقبلية المتوقعة، وهو ما يمثل في النهاية القيمة الحقيقية للسهم، ينبغي أن تسير في ثلاث خطوات أساسية:

- الخطوة الأولى: إيجاد القيمة الحالية لحصة السهم من الأرباح المستقبلية خلال الفترة الأولى وهي فترة النمو غير الثابتة وفق الآتي:

✓ نقوم أولاً بإيجاد قيمة الأرباح المستقبلية خلال فترة النمو غير الثابتة باستخدام المعادلة التالية:

$$D_n = D_{n-1} (1 + g_s).$$

✓ ثم نقوم بإيجاد القيمة الحالية للأرباح المستقبلية عن طريق ضرب قيمة الأرباح المستقبلية في معامل القيمة

$$\text{الحالية } PV D_n = \frac{D_0}{(1+r)^n} \text{ عند سعر خصم يمثل معدل العائد المطلوب وزمن يمثل تاريخ الحصول على}$$

التوزيعات.

✓ بعد ذلك نقوم بإيجاد مجموع القيمة الحالية للأرباح المستقبلية.

- الخطوة الثانية: إيجاد القيمة الحقيقية للسهم في نهاية مرحلة النمو غير الثابتة وهي الفترة التي يبدأ السهم

عندها في التحول إلى سهم ذو نمو ثابت وهي قيمة مستقبلية تم نقوم بإيجاد قيمته الحالية ويتم ذلك وفق

الآتي:

✓ نقوم أولاً بإيجاد القيمة الحقيقية للسهم في نهاية مرحلة النمو غير الثابتة باستخدام المعادلة التالية:

$$P_n = \frac{D_{n+1}}{(r - g_n)}$$

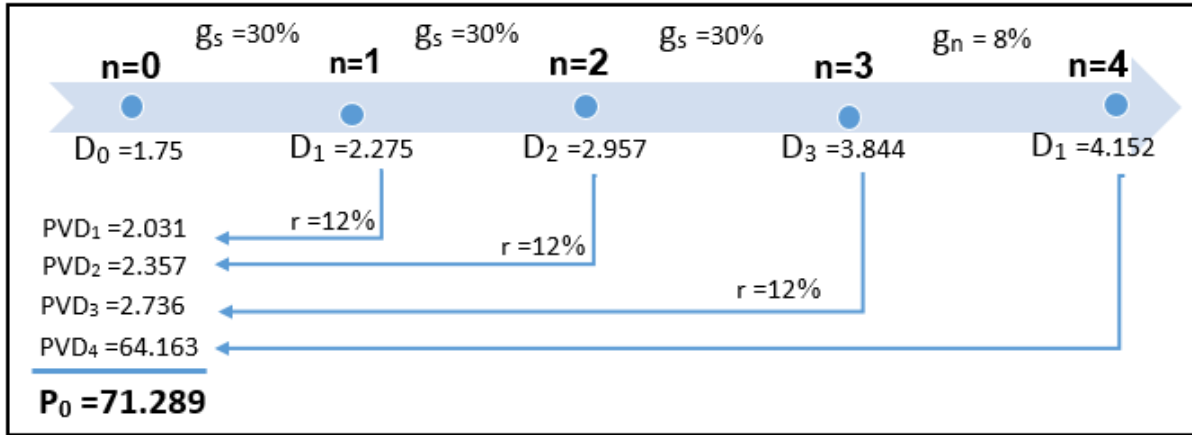
ولإيجاد قيمتها الحالية نقوم بضرب القيمة المستقبلية في معامل القيمة الحالية $\frac{1}{(1-r)^n}$ عند سعر خصم يمثل معدل العائد المطلوب وزمن يمثل نهاية مرحلة النمو غير الثابتة، وبذلك نتحصل على القيمة الحالية للسهم في نهاية مرحلة النمو غير الثابتة.

- الخطوة الثالثة: إيجاد القيمة الحقيقية للسهم وذلك بجمع القيمة الحالية المتحصل عليها في الخطوتين الأولى والثانية.

مثال 01: ليكن لدينا المعطيات التالية:

- معدل العائد المطلوب $r = 12\%$
- معدل النمو غير الثابت $g_s = 30\%$
- معدل النمو الطبيعي $g_n = 8\%$
- اخر التوزيعات المدفوعة $D_0 = 1.75$ دينار.

ولإيجاد القيمة الحالية لسعر السهم سنتبع الخطوات السابقة كما يلي:



الخطوة الأولى: إيجاد القيمة الحالية لحصة السهم من الأرباح المستقبلية خلال فترة النمو غير الثابت

$$D_1 = D_0 (1 + g_s) = 1.75 (1.30) = 2.275$$

$$PV D_1 = \frac{D_1}{(1+r)^1} = \frac{2.275}{1.12} = 2.03125$$

$$D_2 = D_1 (1 + g_s) = 2.275 (1.30) = 2.9575$$

$$PV D_2 = \frac{D_2}{(1+r)^2} = \frac{2.9575}{1.2544} = 2.3577$$

$$D_3 = D_2 (1 + g_s) = 2.9575 (1.30) = 3.84475$$

$$PV D_3 = \frac{D_3}{(1+r)^3} = \frac{3.84475}{1.4049} = 2.7367$$

الخطوة الثانية: إيجاد القيمة الحقيقية للسهم في نهاية مرحلة النمو غير الثابتة تم نقوم بإيجاد قيمته الحالية

$$D_4 = D_3 (1 + g_n) = 3.84475 (1.08) = 4.15233$$

$$P_3 = \frac{D_4}{(r - g_n)} = \frac{4.15233}{(0.12 - 0.08)} = 96.11875$$

$$PV P_3 = P_3 / (1+r)^3 = 96.11875 / 1.4049 = 64.1639$$

الخطوة الثالثة: إيجاد القيمة الحقيقية للسهم وذلك بجمع القيمة الحالية المتحصل عليها في الخطوتين الأولى والثانية.

$$P_0 = 2.03125 + 2.3577 + 2.7367 + 64.1639 = \mathbf{71.28955}$$

مثال 02: تفرض أن حصة السهم من الأرباح 15 دينار يتوقع أن تنمو لمدة ثلاث سنوات بمعدل 10% ثم ينخفض معدل نمو الأرباح إلى 5% إلى مالا نهاية؟

المطلوب: تقييم السهم وبماذا تنصح المستثمر؟ إذا كان السعر السوقي 90 دينار ومعدل العائد المطلوب 20%؟

الحل: يتم إيجاد معامل القيمة الحالية باستخدام الجدول أو باستخدام المعادلة $\frac{1}{(1-r)^n}$

الخطوة الأولى: إيجاد القيمة الحالية للأرباح خلال الفترة الأولى باستعمال $D_n = D_{n-1} (1 + gs)$

$$D_1 = D_0 (1 + gs) = 15 (1+0.1) = 16.5 \Rightarrow PV D_1 = \frac{D_1}{(1+r)^1} = \frac{16.5}{(1+0.2)^1} = \mathbf{13.75}$$

$$D_2 = D_1 (1 + gs) = 16.5 (1+0.1) = 18.15 \Rightarrow PV D_2 = \frac{D_2}{(1+r)^2} = \frac{18.15}{(1+0.2)^2} = \mathbf{12.6}$$

$$D_3 = D_2 (1 + gs) = 18.15 (1+0.1) = 19.965 \Rightarrow PV D_3 = \frac{D_3}{(1+r)^3} = \frac{19.965}{(1+0.2)^3} = \mathbf{11.55}$$

$$\sum D_1 + D_2 + D_3 = 13.75 + 12.6 + 11.55 = 37.9$$

الخطوة الثانية: إيجاد القيمة الحقيقية للسهم في مرحلة النمو غير الثابت اي في السنة الثالثة، ثم بعدها نقوم بإيجاد قيمتها الحالية.

$$D_4 = D_3(1 + g_n) = 19.965(1+0.05) = 20,963 \Rightarrow P_3 = \frac{D_4}{(r-g_n)} = \frac{20,963}{(0.2 - 0.05)} = 139.75$$

$$PV P_3 = P_3 / (1 + r)^3 = 139.75 / (1 + 0.2)^3 = \mathbf{80.875}$$

الخطوة الثالثة: إيجاد القيمة الحقيقية للسهم وذلك بجمع القيمة الحالية المتحصل عليها في الخطوتين الأولى والثانية.

$$P_0 = 37.9 + 80.875 = \mathbf{118.775}$$

بما أن القيمة الحقيقية للسهم 118.775 دينار تفوق السعر السوقي 90 دينار، فإننا ننصح المستثمر بشراء هذا السهم وعدم البيع.

8.2 تقييم الأسهم الممتازة

تعد الأسهم الممتازة من الأدوات المالية الهجينة (hybrid)، فهي تشبه السندات في بعض الجوانب والأسهم العادية في جوانب أخرى. إذ يكون للسهم الممتاز كما للسند قيمة اسمية وحصة نقدية ثابتة يجب دفعها قبل توزيع أي حصص نقدية على حملة الأسهم العادية، غير أن التقصير في خدمة الأسهم الممتازة لا يقود إلى إفلاس الشركة.

يخول السهم الممتاز حامله الحصول على حصة نقدية ثابتة بشكل منتظم ودوري. وإذا افترضنا أن السهم الممتاز

أبدي (لا يستحق أبدا) يمكننا إيجاد قيمته باستخدام المعادلة التالية:

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

تمثل P هنا قيمة السهم الممتاز D. الحصة النقدية له r. معدل العائد المطلوب عليه.

مثال: لشركة MicroDrive أسهم ممتازة تدر حصة نقدية قدرها 10 دولار للسهم، كما يبلغ معدل العائد المطلوب على السهم الممتاز للشركة 10% لذلك تكون قيمة سهمها الممتاز 100 دولار.

$$P = \frac{10}{0.1} = 100\$$$

مراجع المحور الثاني

1. بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات-، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019.
2. حامد العربي الحضيبي، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية، مصر، 2000.
3. حسني علي كربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، محفوظ احمد جودة، الاسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر، ط 1، الاردن، 2011.
4. حمزة العسلي، " أثر التحرير المالي على عوائد وأحجام تداول أسهم قطاع البنوك في الأردن للفترة 1980-2004 "، رسالة ماجستير، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، 2006.
5. رغيد قصوة، ادارة الاسواق المالية، منشورات الجامعة الافتراضية السورية، سوريا، 2021 ..
6. زياد رمضان، الإدارة المالية في الشركات المساهمة"، دار المستقبل، عمان، الأردن، 1989.
7. طارق الحاج، مبادئ التمويل (Principles of Finances)، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2000.
8. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية .
9. عبد القادر عبد الله، "العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية"، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد 11، العدد1، 1995 .
10. عبد الوهاب يوسف أحمد، " التمويل وإدارة المؤسسات المالية "، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2008.
11. عماد عبد الحسين دلول، تقييم الاسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوءة باستخدام (نموذج التأكد المعادل) -دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 81، 2010.
12. فابر حداد و خلدون أبو العلاء العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الصناعية". دراسات العلوم الانسانية، المجلد 31، العدد، 2004.
13. كزار سليم عبد الزهرة، حسنين كاظم عوجه، حسنين راغب طلب، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية (دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)، الغري للعلوم الاقتصادية والإداري، جامعة الكوفة، العراق، السنة التاسعة، العدد 29.

14. محمد ربحي وأسامة حارس، مقارنة درجة التباين والعلاقة بين الأرباح المتحققة والأرباح الموزعة ومعدل العائد على السهم في الشركات العامة الأردنية خلال الفترة 1980-1994"، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد 14، العدد 2، 1998.
15. مزبود ابراهيم، سوق رؤوس الاموال ودورها في تمويل المشاريع التنموية في البلدان العربية – دراسة حالة الجزائر، - مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2006/2007.
16. موسى نوفل، تقييم أداء الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن باستخدام معدل العائد للفترة 1991-2000"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، المرق، 2002.
17. Brigham, Eugene F & Ehrhardt, Michael C, "Financial Management", Thomson, 11 edition, USA, 2005.
18. Brigham, F, Eugen and Gapenski, C, Louis, Intermediate, Financial Management, 5thed. The Dryden press, 1996.
19. Frank Reilly and Keith brown, "investments analysis and portfolio management", sixth edition, southwestern, USA, 2000.
20. Fred Weston, Eugene Brigham, & Allen Besley, Essentials of Managerial Finance, 11 th edition, Dryden press, Orlando, 1996.
21. Gitman, Lawrence J., (2006): "Principles of Managerial Finance", Addison Wesley, USA.
22. HENRI BOURACHOT, Dictionnaire des sciences économiques et sociales, Bordas, Paris ,1992.
23. Janet Smith & Richard L Smith, Entrepreneurial Finance, 2nd edition, Wiley & sons, [S.I], 2004.
24. Jeff Madura, Financial Markets and Institutions, 3th Edition, West Publishing, Minneapolis, S.P, 1995.
25. Schall, Lawrence D. and Haley, Charles W., (1986): "Introduction to Financial Management", McGraw-Hill Book Company, 4th Edition, USA.
26. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield & Jeffrey F. Jaffe, Corporate Finance, 6th edition, McGraw-Hill, [S.I], 2002.