المحور الرابع: نماذج تقييم الأسهم

محتوى المحور الرابع

أولا: مفاهيم عامة حول الاسهم

1- تعريف شركة المساهمة

2- تعريف السهم

3- الخلفية التاريخية للسهم

4- خصائص السهم

5- أنواع الاسهم

6- قيم تداول السهم

ثانيا: نماذج التقييم

1- نموذج خصم التوزيعات النقدية

2- نموذج خصم التدفقات النقدية

3- نموذج التقييم المحاسبي

4- نموذج ولتر

5- نموذج التأكد المعادل

6- نموذج تقييم الأرباح

7- نموذج التدفق النقدي

8- نموذج ليرنر وكالتون

9- نموذج مضاعف الربحية

10- نموذج الأسعار

11- نموذج تقييم الأسهم الممتازة

يقسم هذا المحور الى 4 محاضرات

المحور الرابع: نماذج تقيم الأسهم

يحتاج الاستثمار في الأسهم المعرفة المسبقة لما ستكون عليه أرباح السهم نم خلال عدة معطيات موجودة في السوق ولمعرفة القيم الحقيقية للسهم نتبع عدة أساليب من خلال عدة نماذج نوجزها في هذا المحور

أولا: مفاهيم عامة حول الاسهم

إن الأسـهم من الأدوات المهمة في سـوق الأوراق المالية لما لها من وظيفة الربط بين من هم في حاجة إلى الأموال ومن لديهم أموال في حاجة إلى اسـتثمارها، فالسـهم من الأدوات المالية القائمة بها السوق ولهذه الأداة أنواع وخصائص متفرقة نتعرف عليها من خلال هذا المحور.

1- **تعريف شركة المساهمة:** قبل التطرق للحديث عن الأسـهم نحاول أن نتعرف على مصـدر هذه الأسـهم وأكبر هذه الشركات المصـدرة لهذه الأداة هي شركة المسـاهمة وبعدها نعرف السـهم وخصائصه وأنواعه.

تعتبر شركة المساهمة النموذج الأمثل لشركات الأموال، و هي الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى أسهم وتتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بمقدار حصتهم [1]، ولكي يحوز المستثمر على قسمة من رأس مال هذه الشركة المسمى بالسهم يجب عليه أن يكتتب في هذا السهم ومعنى الاكتتاب هو إعلان الرغبة في الاشتراك في المشروع الذي تقوم به الشركة مقابل دفع حصة في رأس مالها، فعن طريق الاكتتاب يحمل ذلك المستثمر صفة المساهم .

2- **تعريف السـهم:** لقد جاء مفهوم السـهم على ألسـنة علماء الاقتصـاد على عدة أوجه، يلاحظ اختلافها في اللفظ وتقاربها في المعنى، ويمكن صياغة التعريف التالي:

إن السـهم: "هو أداة مالية تمثل مقدار ما أُسـهِمَ به في رأس مال الشركة، المعبر عنه بصـك لإثبات ملكية المساهم، له قابلية التداول، ذو خاصية الأجل الطويل، ويعطي لمالكه حقوقًا خاصة ".

إذن فالسهم هو عبارة عن عملة بوجهين:

الوجه الأول: هو عبارة عن الحصة المقدمة من طرف المساهم إلى الشركة المساهمة وهي تمثل جزء من رأس مال الشركة.

الوجه الثاني: هو عبارة عن صك يعطى للمساهم إثباتا لحصته.

---

[1] - عمار عمورة، **الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري**، دار المعرفة، الجزائر، 2000، ص: 263 .

3- الخلفية التاريخية للسهم

ويرجع تاريخها (الأسـهم) إلى بداية القرن السـابع عشرـ (ق 17) حيث قام الهولنديون بابتكارها (أداة السـهم) على أسـاس أنها طريقة لجمع الأموال تختلف عن طريقة القروض، حيث كان يعطى مولو أي شركة إيصـالا يوضح أنه في مقابل قيامهم بالتمويل فإنهم يملكون حصـة من الشركة وبالتالي فإنهم ليسوا مقرضين بل مالكيين. [1]

4- خصائص الأسهم:

يقوم السهم على العديد من الخصائص نوجزها في النقاط التالية [2]

- الأسهم صكوك متساوية القيمة وذلك من أجل الحصول على الحق نفسه.
- عدم قابلية السـهم للتجزئة ومن ثم لا يجوز تعدد مالكي السـهم الواحد فإذا آلت ملكيته لأكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو غير ذلك فهذه التجزئة وان كانت صحيحة بين هؤلاء إلا أنها لا تسري في مواجهة الشركة لذا ينبغي لهم تحديد أحدهم لتمثيلهم أمام الشركة.
- قابلية السـهم للتداول بالطرائق التجارية، متى كانت هذه الأسـهم أسمية وبالتنازل متى كانت لحاملها وبالتظهير متى كانت لأمر.
- ليس لها تاريخ استحقاق محدد، طالما أن الشركة ما زالت تزاول نشاطها.
- عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح وخسارة، وذلك تبعا للظروف المحيطة بالشركة. [3]

5- أنواع الأسهم

تتنوع الأسهم إلى عدة أنواع وذلك لعدة اعتبارات ومن أهمها ما يلي:

أ-أنواعها بالنظر إلى طبيعة الحصـة المسـاهم بها: وننظر هنا إلى ما قدمه المسـاهم، وهي على أربعة أنواع:

---

[1]- مايكل بيكت، **مرجع سابق**، ص: 09.

[2]- عصام أبو النصر، **الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي أختلط فيها الحلال بالحرام**، بحث مقدم للمؤتمر السنوي العلمي الخامس عشرـ ، سـوق الأوراق المالية والبورصـات –أفاق وتحديات ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ،كلية الشريـعة والقانون،، يومين 15-17 مايو 2006 ص: 04.

[3]- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع **سابق**، ص: 31.

I. **أسـهم نقدية:** وهي الأسـهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقدا [1] فهي تمثل حصـصًـا نقدية

في رأس المال وهذه الأسهم قد تكون محررة أي دفعت قيمتها كلها، وقد تكون غير محررة أي دفع بعض قيمتها، كالنصـف مثلا حيث يمكن للمكتتب أن يدفع جزءًا من السـهم ويبقى مطالبا بالباقي، بحيث لو صـفيت الشركة وعليها ديون مثلا طولب المسـاهم بدفع المتبقي من قيمة السـهم [2]، وفي بعض التشريعات مثل القانون الجزائري يمكن أن يكتفي بتسديد 25% من قيمة السهم النقدي عند الاكتتاب، على أن يسـدد القيمة الباقية خلال مدة لا تزيد على خمس سـنوات من تاريخ تسـجيل الشركة. [3]

II. **أسـهم عينية:** وهي الأسـهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها عينا من الأعيان كأرض أو مبنى أو بضاعة، أو آلات ...ولكن يشترط في ذلك ما يلي: [4]

- ✓ الوفاء بتقديمها كاملة.
- ✓ تقدير الحصة العينية، تقديرا صحيحا قبل منح الأسهم العينية.
- ✓ عدم تداولها قبل مضي سنتين.

III.**الأسـهم المختلطة:** وهي الأسـهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقدا وعينا، وذلك كمن يصبح مساهما بعقار ومبلغ مالي. [5]

IV.**حصص التأسيس:** وهي الحصص التي امتلكها أصحابها بعد تقديمهم لشيء معنوي عادة يتمثل في براءة اختراع، بحيث تخول لصاحبها الحق في نسـبة من أرباح الشركة، ولكنها لا تعتبر جزءًا من رأس مال الشركة ولا يكون لأصحابها الحق في المداولات أو في إدارتها، وهي قابلة للتداول. [6]

ويعود تاريخها إلى تاريخ إنشاء قناة السويس حيث فكر المؤسسون في منح السلطات الفرنسية والمصرية وغيرهما ممن ساهموا في تقديم خدماتهم لإنجاح المشروع حصص تأسيس لمكافأة جهودهم تلك

ب-أنواعها بالنظر إلى شكلها: من حيث شكلها تنقسم الأسهم إلى ثلاثة أنواع:

1- أحمد بن محمد الخليل، **مرجع سابق**، ص: 50.

2- مبارك بن سليمان، **مرجع سابق**، ص:1/ 117.

3- عمار عمورة، **مرجع سابق**، ص: 268 .

4 - أحمد بن محمد الخليل، **مرجع سابق** ، ص: 51.

5 - شعبان محمد إسلام البرواري، **مرجع سابق** ،ص: 95 .

6- أحمد بن محمد الخليل، **مرجع سابق**، ص: 52.

I. **أسـهم اسمية:** وهي الأسـهم التي اقترنت باسم صـاحبها، وبذلك يقيد اسمه على شـهادة السـهم وعلى سجل الشركة، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتقييد اسمه في تلك السجلات.

II. **أسـهم لحاملها:** وهي الأسـهم المدونة باسم(لحاملها) ويعتبر حامل السـهم هو المالك لها في نظر الشركة ويتم تداولها بمجرد المناولة أي تسليمها من يد إلى أخرى، وتمنع بعض التشريعات هذه الأسهم مثل سـوريا الكويت مصر- [1]، وتعتبر جائزة في القانون الجزائري [2]، والأسـهم لحاملها لا يمكن أن تصدر إلا إذا دفعت قيمتها بالكامل.

III.**أسهم أذنيه أو لأمر:** وهي الأسهم التي يذكر اسم صاحبها في الشهادة مع إظهار الإذن أو الأمر ويتم تداولها عن طريق التظهير.

ج-أنواعها بالنظر إلى حقوق حملتها: تنقسم بحسب هذه النظرة إلى ثلاثة أنواع من الأسهم هي:

I. **الأسهم العادية:** وهي التي تتساوى في قيمتها وتعطي المساهمين حقوقًا متساوية منها: [3]

- ✓ حق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائها.
- ✓ الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات.
- ✓ الحصول على أرباح وفقا لقرارات الإدارة.
- ✓ فحص السجلات والرقابة على موجودات الشركة.
- ✓ الحصول على ما تبقى من موجودات الشركة بعد تصفيتها.
- ✓ المشاركة في اجتماعات الهيئة العامة لمناقشة نتائج أعمال الشركة.
- ✓ تعديل عقد تأسيس الشركة وإقرار النظام الداخلي.
- ✓ حق البيع أو التنازل عن الأسهم.

وهي تتصف بالدوام أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد ويبدأ بها التمويل وتنتهي بها التصفية.

---

[1] - أحمد بن محمد الخليل، **مرجع سابق**، ص: 53.

[2] - عمار عمورة، **مرجع سابق**، ص: 272.

[3]- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع **سابق**، ص: 32.

II. **الأسـهم المؤجلة:** وهي التي تعطى عادة للمؤسـسـين ولمن يقوم بترويج الأسـهم الجديدة عند إنشائها وتسمى مؤجلة لأنها لا تستحق نصيبا من الأرباح الموزعة قبل سداد حاملي بقية الأسهم بنسبة معينة من رأس المال. [1]

III.**الأسهم الممتازة:** وهي الأسهم التي تعطي لأصحابها مزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية وتعطي لهم حقوقا إضافية على الحقوق الأساسية لحاملي الأسهم ومن بين المزايا التي تعطيها لهم: [2]

✓ مزايا في الأرباح تعطي لهم الحق في توزيعات سـنوية تتحدد بنسـبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم.

✓ في حالة عدم تسـديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سـدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية

✓ مزايا التصفية وذلك عند الإعلان عن إفلاس الشركة يأخذون أموالهم قبل الأسـهم العادية وبعد السندات.

✓ لهم الحق في الاستحقاق عن طريق الاستدعاء لحصولهم على مبلغ أكبر من قيمتها الاسمية.

✓ لا يعطى لحاملها الحق في التصويت إلا إذا امتازت هذه الأسهم بهذه الخاصية دون غيرها.

وللأسهم الممتازة أنواع وذلك حسب الميزة المقدمة لها: [3]

❖ **أسـهم ممتازة مجمعة للأرباح:** وهي الأسـهم التي لها ميزة أنها إذا لم تسـتوفِ أرباحها من هذه السـنة لعدم كفاية الأرباح أو لعدم توزيعها، فإن نصـيبها من الأرباح يرحل ويجمع مع مسـتحقات السنة المالية التالية.

❖ **أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح:** يعطى لحملة هذا النوع من الأسهم أرباحًا، تحدد عادة بحد أدنى بمعدل معين لأرباحها السـنوية مع مشـاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر، أي إذا حصلت الشركة على ربح يقدر بـ 10% من رأس مالها وهي نسبة لا تنوي توزيعها فتقدم بذلك نسـبة من هذا الربح إلى أصحاب هذا النوع من الأسـهم الممتازة دون غيرهم من أصحاب

---

[1]- معبد علي الجارحي، **الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام** – الإدارة المالية في الإسلام، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية مؤسسة آل البيت عمان، الجزء الأول، 1989، ص: 113.

[2]- منير إبراهيم هندي، **مرجع سابق**، ص: 27.

[3]- طارق عبد العال، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، مصر 2005، ص: 22.

الأســـهم الأخرى، أما إذا حصـــلت على نســـبة من الأرباح أكثر من 10 % فإنها توزع الأرباح بالشكل العادي على أصحاب الأسهم.

❖ **أسـهم ممتازة مشـاركة في الأرباح مع الأسـهم العادية:** تأخذ هنا الأسـهم الممتازة نسـبة من الأرباح وإذا تم توزيع الأرباح للأسهم العادية تأخذ معهم ما يأخذون [1].

❖ **أسهم ممتازة قابلة للتحول إلى أسهم عادية:** وهي الأسهم التي يحق لها التحول إلى أسهم عادية خلال فترة معينة من إصدارها، أو حسب ما تم تحديده من شروط في الاكتتاب.

❖ **أسهم ممتازة ذات الصوت المتعدد:** وهي التي تعطي لحاملها أكثر من صوت واحد في الجمعية العامة. [2]

د-أنواعها بالنظر إلى استهلاكها من عدمه: وهي على نوعين: [3]

I. **أسـهم رأس المال:** وهي التي يقدمها المسـاهم، ولا تعود إليه إلا عند فسـخ عقد الشـركة أو انقضائها ولا ترد قيمتها أثناء قيام الشركة.

II. **أسـهم التمتع:** وهي التي يحصـل عليها المسـاهم عوضـا عن أسـهمه التي ردت إليه قيمتها الاسمية أثناء قيام الشركة، وبعبارة أخرى هي الأسهم التي استهلكت قيمتها، ويكون الاستهلاك من الأرباح وليس من رأس المال ويحق لصاحبها أخذ جزء من الأرباح وذلك بعد تقديم مقدار محدد من الأرباح لأصحاب أسهم رأس المال والباقي يوزع بينهما (أسهم رأس المال وأسهم التمتع) [4]، وليس لهم أي حق بعد تصفية الشركة.

واستهلاك الأسهم ليس إجباريا، لأن الشركة ليست مدينة حقا تجاه المساهمين بقيمة الأسهم إلا عند حل الشركة وتكون هذه الأسهم في حالات خاصة مثل:

✓ إذا كانت ممتلكات الشركة مما يلحقه التلف مع توالي الزمن.

✓ إذا كانت الشـركة حاصـلة على امتياز من الدولة لمدة معينة، ثم تتحول ملكيتها للدولة بعد انقضاء المدة.

---

[1] - زياد رمضان، **مرجع سابق**، ص: 60.

[2] - أحمد بن محمد الخليل، **مرجع سابق**، ص: 58.

[3] مبارك بن سليمان، **مرجع سابق**، ص:1/ 118.

[4]- أحمد بن محمد الخليل، **مرجع سابق**، ص:60.

هـ-أنواعها بالنظر إلى المنح أو عدمه: [1]

I. **أسهم غير مجانية:** وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها.

II. **أسهم منح (مجانية):** وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجانا، في حالة زيادة رأسمال الشركة على شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم.

و-أنواعها بالنظر إلى تأثرها بالدورات الاقتصادية: تتمثل في: [2]

I. **أسهم موسمية:** وهي الأسهم التي تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتعود هذه الأسهم للشركة التي تنتج سلعا موسمية، الطلب على منتجاتها يرتبط بتحسن الاقتصاد وانتعاشه (رواجه) كما أنها تتأثر بحالات الكساد.

II. **أسهم دفاعية:** وهي على عكس الأسهم الموسمية لا تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتكون أسهمًا لشركات تنتج سلعا أساسية، لا يتأثر إنتاجها بالدورات الاقتصادية سواء في حالة الرواج أو في حالة الكساد فالطلب عليها يكون ثابتا لحد ما ومستقر، كإنتاج القمح أو استخراج أو تحليت أو تطهير المياه.

ي-أنواعها بالنظر إلى مصدرها:

I. **أسهم مرتفعة الجودة:** وهي أسهم لشركات كبيرة ومعروفة وتوزع الأرباح بغض النظر عن الأحوال السائدة.

II. **أسهم الشركات الصغيرة:** وهي أسهم الشركات التي يمتاز رأس مالها وحقوق الملكية فيها بالصغر وكذلك الأصول وبذلك يكون توزيع الأرباح غير منظم ولكن ليس بالنسبة الكبيرة [3].

ن-أنواعها بالنظر إلى توزيع الأرباح

I. **أسهم الدخل:** وهي الأسهم التي تعطي دخلا مستقرا (توزيعات الأرباح مستقرة ومستمرة) وغالبا ما تكون هذه الأسهم لشركات ذات امتياز إنتاج سلعة معينة مما يجعلها تحقق أرباحا مضمونة وتوزيعات أرباح مضمونة (مثل شركة البترول). [4]

---

[1]- شعبان محمد إسلام البرواري، **مرجع سابق**، ص: 96.

[2]- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، **مرجع سابق**، ص: 36.

[3]- ساري ابتسام، **أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي – دراسة حالة السوق المالي الفرنسي**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2006/2005، رسالة غير منشورة، ص: 32.

[4]- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، **مرجع سابق**، ص: 36.

II. **أسهم النمو:** هي على عكس أسهم الدخل لا يتوقع المستثمر أو حامل السهم أرباحا موزعة في نهاية السنة وبشكل دائم، لكنه يتوقع مقابل ذلك ارتفاعًا كبيرًا في القيمة السوقية للسهم وبمعدلات نمو متزايدة، هذه الأسهم تكون عادة لشركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي. [1]

III.**الأسهم العادية المضمونة:** الأصل في الأسهم انه ليس لحاملها الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصـــدرتها وذلك في حالة انخفاض قيمتها الســـوقية، ولقد ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984م لأول مرة أســـهم تعطي لصـــاحبها الحق في مطالبة المنشـــأة بالتعويض إذا انخفضـــت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار. [2]

6- قيم تداول الأسهم

تعتبر قيمة السـهم من أهم الأشـياء التي يسـعى المسـتثمر إلى البحث عنها ومعرفتها ويجب علينا أن نميز بين مجموعة من القيم:

- القيمة الاسمية: وهي قيمة السـهم التي تتحدد عند تأسـيس الشـركة تثبت في شـهادة الأسـهم الصـادرة وهي القيمة التي يتم توزيع الأرباح على أسـاسـها كنسـبة مئوية، فإذا ما قررت الشـركة أن توزع أرباحا بنسـبة 20% فمعنى ذلك أن يحصـل حامل السـهم على 20% من قيمة السـهم الاسمية في عقد الشركة.

- القيمة الدفترية: وهي قيمة السـهم كما تظهرها دفاتر الشـركة أي سجلاتها، وهي قيمة محاسـبية تبينها سجلات الشركة ودفاترها وتحسب كما يلي: [3]

$$\text{القيمة الدفترية للسهم العادي} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{حقوق ملكية}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{قيمة مطلوبات} - \text{قيمة موجودات}}{\text{عدد الأسهم}}$$

- قيمة الإصـدار: وهي القيمة التي يصـدر بها السـهم، ولا يجوز إصـدار السـهم بأقل من قيمته الاسمية سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس المال. [4]

---

[1]- **نفس المرجع**، ص: 34.

[2] - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **أســواق المال-بورصــات، مصــارف، شركات تأمين، شركات اســتثمار**، دار الجامعة الجديدة للنشــر، الإسكندرية 2003، ص: 23.

[3]- فليح حسن خلف، **مرجع سابق**، ص: 204.

[4]- أحمد بن محمد الخليل، **مرجع سابق**، ص: 61.

- القيمة الحقيقية للسهم: وهو المقدار الذي يستحقه السهم في جميع أموال الشركة أي يشمل رأس مال الشركة المدفوع وموجودات الشركة وأرباحها بعد استنزال ديونها، هذه القيمة تمثل ما يجب أن يكون عليه سعر (أو القيمة) السهم في السوق [1].
- القيمة السوقية: وهي القيمة التي يحددها السوق للسهم العادي نتيجة للتفاعل الحر والتلقائي بين العرض والطلب في السوق التامة افتراضا [2].
- القيمة التصفوية: وهي القيمة التي يتوقع المساهم في الشركة المساهمة الحصول عليها للسهم العادي في حالة تصفية الشركة بعد استبعاد كافة الالتزامات التي تترتب عليها. [3]

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

[1]- شعبان محمد إسلام البرواري، **مرجع سابق**، ص: 100.
[2]- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، **مرجع سابق**، ص: 38.
[3]- فليح حسن خلف، **مرجع سابق**، ص: 209.

ثانيا: نماذج تقييم الأسهم

تختلف وتتنوع نماذج تقييم الأسهم باختلاف العنصر المأخوذة في نموذج التقييم او المنظور من السهم ويمكن أن نحدد القيمة الحالية للسهم من خلال عدة نماذج للتقييم نعدد منها النماذج التالية:[1]

1- نموذج خصم التوزيعات النقدية

يعتبر الهدف الرئيس من هذا النموذج هو ايجاد قيمة السهم المتمثلة بجمع القيمة الحالية لسلسلة متنامية من توزيعات الأرباح المستقبلية، والتي تخصم كل مرحلة من مراحل هذه السلسلة كمعدل خصم معين أو معدل عائد مطلوب يتلاءم مع درجة مخاطرتها.

ويوجد لنموذج خصم التوزيعات النقدية ثلاث حالات لتقييم الأسهم المبنية على أساس كيفية توزيع الأرباح المستقبلية، فتوزيعات السهم قد تبقى ثابتة من سنة لأخرى، كما أنها قد تتزايد أو تتناقص من فترة لأخرى، وفيما يلي تحليلا لتلك الحالات:

أ. حالة التوزيعات الثابتة

قد يتوقع المستثمرين أن تظل قيمة التوزيعات ثابتة من سنة لأخرى، بمعنى أنه لا يوجد نمو في التوزيعات، وهنا يجب الإشارة إلى أنه لحساب قيمة السهم العادلة في ظل هذه الحالة ينبغي أن نفرق بين الاستثمار في السهم لفترة محدودة، والاستثمار في السهم لفترات غير محددة اعتماد على خاصية أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق، ففي حالة الاستثمار لفترة زمنية محدودة فإن قيمة السهم تتحدد وفقا للمعادلة التالية لجوردن:

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_s)^t}$$

حيث أن:

P : قيمة السهم الحقيقية

1 -فؤاد عبد الحميد النواجحة، **مرجع سابق**، ص ص: 53-68.

-كرار سليم عبد الزهرة وآخرون، **قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية، (دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)**، الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، السنة التاسعة، العدد التاسع والعشرون، ص ص: 198-204.

D_t : التوزيعات النقدية المتوقعة في نهاية الفترة

r_s : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

أما في ظل افتراض أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق (غير محددة المدة)، فإن قيمة السهم يمكن حسابها بالمعادلة التالية:

$$P = \frac{D_t}{r_s}$$

مثال

إذا كان التوزيعات النقدية المتوقعة في نهاية الفترة هي 4 دج للسهم وكان المستثمر يطلب عائد قدره 14% فما هي قيمة السهم الحالية إذا علمت أن التوزيعات ثابتة

الحل

$$P = \frac{D_t}{r_s} = \frac{3}{0.14} = 21.42$$

ب. حالة التوزيعات ذات النمو الثابت

يفترض هذا النموذج أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل نمو ثابت إلى ما لا نهاية، حيث يمكن تحديد قيمة السهم وفقا لنموذج جوردن كما يلي:

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

حيث أن

P: قيمة السهم الحقيقية

r_s : معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

D_0: التوزيعات النقدية للسنة السابقة

g: معدل النمو في التوزيعات النقدية.

مثال

إذا كان التوزيعات النقدية السابقة هي 4 دج للسهم وكان المستثمر يطلب عائد قدره 14% ومعدل نمو الشركة هو 06% فما هي قيمة السهم الحالية إذا علمت أن معدل النمو ثابت

الحل

$$P = \frac{D_0(1+g)}{r_s - g} = \frac{3(1+0.06)}{0.14 - 0.06} = 39{,}75$$

ويقوم هذا النموذج على الافتراضات التالية:

1. معدل التوزيعات النقدية تنمو بمعدل ثابت.
2. سعر السهم المتوقع ينمو بنفس نسبة النمو.
3. معدل العائد الرأسمالي ثابت ويساوي معدل النمو.
4. معدل العائد المطلوب أكبر من معدل النمو.
5. معدل العائد المطلوب على الاستثمارات يساوي العائد من التوزيعات النقدية المتوقعة بالإضافة لمعدل النمو.
6. لا يوجد تمويل خارجي، أي أن المنشأة تعتمد بالكامل على حقوق الملكية لتمويل استثماراتها.
7. لا تخضع المنشأة للضريبة.

هذا وقد وجهت بعض الانتقادات للنموذج، منها أنه يعتمد على افتراضات بعيدة عن الواقع ويصعب تحقيقها، فمن ناحية لا توجد شركات تعتمد بالكامل على حقوق الملاك ولا تستخدم الرفع المالي، كما أن افتراض ثبات معدل العائد المطلوب على الاستثمار وكذلك معدل العائد المتوقع ومعدل النمو أمر يصعب توافره أو تحقيقه، كما أنه يصعب التسليم بعدم وجود ضريبة سواء على دخل الشركة أو دخل الأشخاص

ت. حالة التوزيعات التي تنمو بمعدل غير ثابت

تفترض الحالة السابقة أن الشركات تتسم توزيعاتها غير الثابت، في حين أن الواقع العملي يشير إلى أن توزيعات العائد للعديد من المنشآت يتسم بتقلب معدلات نموه، لذلك تم تطويره ليعكس هذه الحالة وبالتالي يتم تقدير قيمة السهم من خلال المعادلة التالية:

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+r_s)^t} + \frac{\hat{p}_n}{(1+r_s)^n}$$

حيث أن

P: قيمة السهم الحقيقية

$\hat{p}$: سعر السهم العادي في الفترة n

D_t: التوزيعات النقدية المتوقعة في نهاية الفترة.

r_s: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

n: فترة النمو غير العادية

وطبقا لما سبق يمكن تحديد القيمة الحقيقية للسهم من خلال الخطوات التالية وهي:

1. تقدير التوزيعات النقدية لكل سنة خلال فترة عدم ثبات النمو.
2. تحديد سعر السهم المتوقع في نهاية فترة النمو غير الثابتة.
3. تحديد القيمة الحالية للتوزيعات النقدية لكل ســـنة خلال فترة عدم ثبات النمو والقيمة الحالية لسـعر السـهم المتوقع في نهاية النمو غير الثابت، حيث يكون مجموع تلك القيم مسـاويا للقيمة الحقيقية للسهم.

مثال

يريد مستثمر شراء سهم ولديك المعلومات التالية حول هذا السهم:

- حققت الشركة معدلات نمو متذبذبة خلال الثلاث سنوات الأخيرة والمتمثلة في

السنة	3-	2-	1-
معدل النمو	%12	%14	%14

- استقرار معدل النمو عند 6% في باقي السنوات.
- آخر عائد مقدم هو 2دج

يرغب المستثمر الحصول على معدل عائد قدره 15%

المطلوب: كم يكون سعر السهم الذي يجب أن يدفعه المستثمر اليوم لشراء السهم المذكور.

الحل

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+r_s)^t} + \frac{\hat{p}_n}{(1+r_s)^n}$$

$$P = \frac{D_1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_2}{(1+r_s)^2} + \frac{D_3}{(1+r_s)^3} + \frac{\hat{p}_n}{(1+r_s)^3}$$

$$\frac{\hat{p}_n}{(1+r_s)^3} = \frac{\frac{D_{t+1}}{r_s - g}}{(1+r_s)^3}$$

$$D_t = D_0(1+r_s)^t$$

$$P = \frac{D_0(1+r_s)^1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_0(1+r_s)^2}{(1+r_s)^2} + \frac{D_0(1+r_s)^3}{(1+r_s)^3} + \frac{\frac{D_0(1+r_s)^4}{r_s - g}}{(1+r_s)^3}$$

تطبيق رقمي

$$P = \frac{2(1+0.12)^1}{(1+0.15)^1} + \frac{2(1+0.13)^2}{(1+0.15)^2} + \frac{2(1+0.14)^3}{(1+0.15)^3} + \frac{\frac{2(1+0.06)^{14}}{0.15-0.06}}{(1+0.15)^3}$$

$$P = 24.27$$

2-نموذج خصم التدفقات النقدية

- **حالة التدفقات النقدية وفقا لقيمة الشركة ككل**

يمكن حساب قيمة الشركة ككل وحساب قيمة حقوق الملكية وفقا لهذا النموذج بنفس فكرة نموذج خصم التوزيعات النقدية السابق بفارق يتمثل في إحلال التدفقات النقدية الحرة مكان التوزيعات النقدية واستبدال معدل العائد المطلوب كمعدل خصم بالمتوسط المرجح لتكلفة التمويل عند حساب قيمة الشركة ككل، وعليه يمكن حساب قيمة الشركة ككل كما يلي:

$$V_f = \frac{FCFF_t}{WACC - g}$$

حيث أن:

V_f: قيمة الشركة الحقيقية.

$FCFF_t$: قيمة التدفقات النقدية الحرة المتوقعة للسنة القادمة للشركة ككل.

$WACC$: المتوسط المرجح لتكلفة التمويل.

g: معدل النمو في التدفقات النقدية.

- **حالة التدفقات النقدية وفقا لقيمة حقوق الملكية**

كما أن احتساب قيمة حقوق الملكية يتم من خلال المعادلة التالية:

$$V_s = \frac{FCFF_t}{r_s - g}$$

حيث أن:

V_s: قيمة حقوق الملكية الحقيقية.

$FCFF_t$: قيمة التدفقات النقدية الحرة المتوقعة لحقوق الملكية.

r_s: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

g: معدل النمو في التوزيعات النقدية.

هذا ويتمثل الفرق بين معادلة احتساب قيمة الشركة ككل ومعادلة احتساب قيمة حقوق الملكية في أن التدفقات النقدية الحرة في النموذج الأول مخصومة بالمتوسط المرجح لتكلفة التمويل The weighted average cost of capital (WACC) في حين تم خصمها في النموذج الثاني بمعدل العائد المطلوب.

3- نموذج التقييم المحاسبي

لمواجهة بعض أوجه القصور في النماذج السابقة قدم أهلسون (Ohlson) نموذجا عرف بنموذج التقييم المحاسبي لتسعير الأسهم يعتمد على المعلومات المحاسبية خلافا لنموذجي التقييم اللذان كانا يعتمدان على خصم التوزيعات والتدفقات النقدية، ولا يعتمدان على قيم محاسبية ولا يسمح أي منهما بدراسة أثر المعالجات المحاسبية التي أقرتها معايير المحاسبة الدولية من حيث ترحيل بعض المكاسب (أو الخسائر) إلى حقوق الملكية بقائمة المركز المالي بدلا من ترحيلها إلى قائمة الدخل، في الحقيقة فإن نموذج التقييم المحاسبي الذى قدمه كل من Ohlsen and Feltham سنة 1995 ينطلق من نموذج خصم التوزيعات النقدية التقليدي، وباستخدام افتراضات معينة ينتهي إلى نموذج قائم على أساس حق الملكية والربح غير العادي المتوقع لعدد لا نهائي من الفترات المالية، ثم ينتقل بناء النموذج إلى ما

يعرف بديناميكية المعلومات لتقـدير الربح غير العادي على مدار مدى زمني لا نهائي وذلك لتحويل النموذج المحاسـبي إلى نموذج قابل للتطبيق والاختبار الميداني، بناء على ذلك فإن النموذج المحاسـبي يؤسس على ثلاث فرضيات، تشمل ما يلي :[1]

الافتراض الأول: قيمة السهم تتحدد بخصم التوزيعات النقدية المستقبلية .تعتبر هذه العلاقة في تقييم السهم هي النموذج المالي التقليدي حيث تتحـدد قيمـة السهم بالقيمة الحالية للتوزيعات النقدية لعدد غير محدد من الفترات المالية.

الافتراض الثاني: الفائض الصافي تربط علاقة الفائض الصافي التي قـدمها الباحثـان بـين التوزيعـات النقديـة (المستخدمة كأساس لنموذج التقييم المالي) من ناحية، والقيم المحاسـبية الأصـلية الناتجة عن قائمة الدخل وقائمة المركز المالي من ناحية أخرى. تمثل هذه القيم في صافي الربح والقيمة الدفترية لحق الملكية وكلاهما يمثل أرقام نهاية محاسـبية .جوهر علاقة الفائض الصـافي هو أن الأرباح يتقرر توزيع جانب منهـا والباقي يرحل إلى حق الملكية إما إلى الاحتياطيات أو إلى الأرباح المحتجـزة وكلاهمـا يعتبر إضافة إلى القيمة الدفترية لحق الملكية. هذا يعنـى أن التوزيعـات النقديـة تنقص من القيمة الدفترية لحق الملكية وأن انفصالها نقدا واسـتحقاقها لحملة الأسـهم يترتب عليه تخفيض قيمة السـهم في ذلك التاريخ.

الافتراض الثالث: الربح الباقي استخدم مفهوم الربح الباقي كبديل عملي عن الربح غير العادي، مفهوم الربح الباقي يشـير إلى الزيادة في صـافي الربح من الأنشـطة العادية على العائد الذي يمكن تحقيقه إذا تم استثمار حقوق المـلاك في استثمار بديل بخلاف الاستثمار في عمليات المنشأة. ويعبر عن ذلك بالزيادة في صافي الربح على العائد العادي الذي يمكن حسابه على حق الملكيـة في بدايـة الفترة، ويستخدم لحساب هذا العائد نفس معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية.

ويتم احتساب القيمة الحقيقية وفقا لنموذج التقييم المحاسبي، من خلال المعادلة التالية:

$$P_t = b_t + a_1 x_t^a + a_2 v_t$$

حيث أن:

P_t: سعر السهم في بداية الفترة t.

[1] مدثر طه أبو الخير، **ملائمة نموذج التقييم المحاسبي لتفسير أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة: دراسة ميدانية**، ورقة عمل غير مكتملة، 2006، ص ص: 07-17.

b_t: القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة t.

x_t^a: تمثل الربح الباقي في نهاية الفترة t (الربح غير العادي).

a_1, a_2: معاملات النموذج.

v_t: المعلومات الأخرى.

هذا ولتقدير القيمة الحقيقية لأي ســـهم في تاريخ معين وفقا للنموذج المذكور يتطلب الأمر توافر البيانات والمعلومات التالية:

- **معلومات أساسية متاحة في تاريخ التقييم:**

وتشمل معلومات حول القيمة الدفترية للسهم، وقيمة الربح غير العادي (الربح الباقي) في نفس التاريخ، ثم المعلومات الأخرى المتاحة عن السهم من السوق أو من الصناعة التي تعمل فيها الشركة، ويمكن الحصــول على القيمة الدفترية والربح المتبقي من خلال القوائم المالية للشرــكة، أما المعلومات الأخرى فإن أفضـل تقدير لها يتمثل في الزيادة أو النقص في الأرباح المتوقعة المتاحة لعدد من السـنوات، أو أن يتم افتراض قيمة صـفرية لهده المعلومات الأخرى، ومن ثم فإن قيمة السـهم تتحدد بالقيمة الدفترية مضافا إليها الربح الباقي، والمعادلة التالية.

- **القيمة الدفترية:**

لا يحتاج حسـاب القيمة الدفترية إلى افتراضـات عديدة حيث تحسـب بصـورة مباشرة من قائمة المركز المالي في نهاية السـنة المالية (t)بقسـمة مجموع حق الملكية على عدد الأسـهم. تعكس القيمة الدفترية، متأثرة بالفائض الصـافي كما صـوره النموذج، أثر المعلومات المحاسـبية التاريخية على القيمة الحقيقية للمنشــأة. وتتــأثر القيمــة الدفترية في ذلك التاريخ بالسياسات المحاسبية التي تم تطبيقهــا لقيـاس الـدخل، وبالأرباح والخسائر غير المحققة التي تم تأجيل الاعتراف بها في قائمة الدخل وتم إقفالها في حق الملكية مثل مكاسب بعض الاستثمارات المالية، والعملات الأجنبية.

- **الربح الباقي المتوقع:**

يعكس هذا المتغير توقعات الربح في المســتقبل. ويتأثر تقدير الربح الباقي للفترات، بالربح المتوقع لفترات القادمة، والقيمة الدفترية في تاريخ نهايـــة السنة المالية t وتكلفة الأموال r مشكلة تقدير الربح الباقي تكمن تقدير أرباح الفترات القادمة للمدى المناسب الذى لا يجعل النموذج غير ملائم، وفى عدم وجود طريقة محددة ومقبولة لحساب الربح المتوقع .بالنسبة لمدى التقدير الملائم، فبعض

الدراسات اعتمدت على مدى من ثلاث سنوات ومعظمها اعتمد على مدى من سنتين. سواء كان المدى الزمنى للتوقع سنتين أو ثلاث سنوات فإن السنة الأخيرة قد تعتبر مستمرة إلا ما لا نهاية أو يقتصر على مدى التقدير عن السنة الثانية أو السنة الثالثة .بالنسبة لطريقة حساب الربح المتوقع، هناك أكثر من أسلوب لتقديره منها ما يلي:

- استخدام أسلوب السلاسل الزمنية، الانحدار الذاتي، لحساب الربح المتوقع .استخدام الانحدار الذاتي يعتمد على تقدير الأرباح المتوقعة بمعلومية الأرباح الماضية وهنا تخدم المعلومات المحاسبية النموذج مرة أخرى، كما يساعد في حساب المعامل ω المستخدم في النموذج ولكن الأسلوب في حد ذاته يقابل بمشاكل الديمومة، والارتداد.
- استخدام توقعات المحللين للفترات القادمة كبديل للانحدار الذاتي. هذه التوقعات يفترض أنها بنيت على أساس كافة المعلومات المحاسبية التاريخية والمعلومات الأخرى، وبالتالي فإن استخدام هذه التنبؤات يساهم في حل مشكلة المعلومات الأخرى. ويصاحب هذا الأسلوب مشاكل عديدة أهمها عدم توفر مثل هذه التنبؤات، أو عدم الاتفاق عليها أن وجدت .
- استخدام الأرباح الماضية كما هي أو بتعديلها بمعدل نمو معين ويعتبر هذا التقدير حكمي أكثر منه يعتمد على أسلوب عملي يمكن تبريره. السند الوحيد وراء استخدام هذا الأسلوب هو أنه قد لا ينتج منه فروق عن الأسلوبين السابقين تكون مؤثرة في النتائج.

- **المعلومات الأخرى:**

يعتمد النموذج على المعلومات الأخرى التي لا تعكسها الأرقام المحاسبية المتاحة .هذه المعلومات هي مؤشرات عن جوانب اقتصادية معينة ترتبط بالشركة، أو الصناعة، أو الاقتصاد ككل وتؤثر في مستوى الأرباح المستقبلية. التعامل مع المعلومات الأخرى في النموذج يعتبر مشكلة كبيرة تواجه الباحثين عند تقدير القيمة الحقيقية للمنشأة. بصفة عامة اقتفاء أثر المعلومات الأخرى يتطلب الآتي:

- تحديد المعلومات الأخرى.
- تحديد أثرها على الربح.

- ربط أثر المعلومات الأخرى في شكل سلسلة زمنية للتنبؤ بتأثيرها على القيمة الحقيقي.

استخدام السلسة الزمنية لتحديد أثر المعلومات الأخرى يعتمد على التتابع الزمنـــى وهو ما سمى فى النموذج بديناميكية المعلومات، وينتج عنه المعامل الثابـــت φ أحد ثوابت النموذج .هناك أكثر من طريقة للتعامل بها مع المعلومات الأخرى منها:

- إهمال أثر المعلومات الأخرى، اتبعت بعض الدراسات هذا الأسلوب في التعامل مع النموذج. ومع هذا فإن إهمال هذه المعلومات هو قضية ميدانية ترتبط بأثر تلك المعلومات على القيمة. هذا يعنى أن إهمالها لابد أن يؤسس على عدم جدوى إدراجها في النموذج معنويا .
- تقدير أثر معين من خلال عوامل اقتصادية مرتبطة بالشركة وربطـــه في سياق سلسلة زمنية متصلة وتقدير ثابت السلسة الزمنية φ .
- استخدام تقديرات المحللين، حيث يفترض أنها تأخذ في الاعتبـار كافـة المعلومات المتاحة، وبالتالي فإن الفرق بين تقـديرات المحللـين والقيمـة المتوقعة للأرباح من الانحدار الذاتي لها تقيس أثر المعلومات الأخرى. هذا هو الأسلوب الذي تبناه معظم الباحثين.

- **معاملات النموذج:**

يمكن حسـاب معاملات النموذج من خلال الاعتماد على معاملات السلسـلة الزمنية للربح الباقي والمعلومات الأخرى لعدد كافي من السنوات الماضية

هذا ومن الجدير بالذكر أن متغير المعلومات الأخرى المتعلقة بالســوق التي تأخذ توقعات المحللين في الاعتبار فإنها تعتمد على المتغير المذكور، أما في البلدان التي لم يوجد بها توقعات المحللين مثل الجزائر على سبيل المثال يتم استبعاد هذا المتغير عند احتساب القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم.

$$a_1 = \frac{1+r}{(1+r-\omega)(1-r-\varphi)}$$

$$a_2 = \frac{\omega}{1+r-\omega}$$

حيث:

- r معدل تكلفة رأس المال.

- ω معامل الانحدار الذاتي للأرباح غير العادية.
- φ تمثل معامل الانحدار الذاتي للمعلومات الأخرى.

وبناء على ما سبق فإن الأخذ بهده المعلومات سوف يؤدي إلى احتساب القيمة الحقيقية للورقة المالية، باعتبارها معلومات مفيدة وأساسية في تحديد سعر تلك الورقة من خلال احتساب الفرق بين القيمة السوقية للسهم وبين القيمة الدفترية مضافا إليها قيمة تأثير الربح الباقي، عبر سلسلة تاريخية معينة.

4- نموذج والتر

سعى والتر من خلال هذا النموذج إلى تقديم إطار لتقييم الأسهم العادية، وذلك على أساس الافتراض بأن سياسة توزيع الأرباح تتجه من خلال الغاية أو الهدف إلى تعظيم ثروة مالكي الأسهم العادية من خلال اعتمادها على العلاقة بين احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في مشاريع مستقبلية، وبين درجة المخاطرة ومعدل العائد المطلوب، وبذلك يكون هذا النموذج قد ركز على الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، في ظل وجود عاملين مهمين في تحديد القيمة الحقيقية للأسهم والتي يمكن تحديدها من خلال المعادلة التالية:

$$p = \frac{eps}{r_s} + \frac{ra - r_s}{r_s}(eps - D_0)$$

حيث أن:

p: سعر السهم الحقيقي.

r_s: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

D_0: التوزيعات النقدية للسنة السابقة.

ra: الفرق بين معدل العائد على الأرباح المحتجزة ومعدل النمو.

eps: نصيب السهم الواحد من الأرباح.

مثال

أراد مستثمر الاستثمار في سهم معين وكانت لديه المعلومات التالية:

- r_s: 14%
- D_0: 4دج

- ra: 16%
- eps: 05دج

$$p = \frac{eps}{r_s} + \frac{ra - r_s}{r_s}(eps - D_0)$$

$$p = \frac{5}{0.14} + \frac{0.16 - 0.14}{0.14}(05 - 04) = 35.85$$

5-نموذج التأكد المعادل

يشـير هذا النموذج إلى أن القيمة الحقيقية للسـهم العادي تكون مسـاوية للقيمة المخصـومة لربحية السـهم الواحد بمعدل عائد خالي من المخاطرة معدلا بمعامل الخصـم الذي يأخذ في الحسـبان معدل العائد المطلوب والخالي من المخاطرة، وبذلك يمكن قياس القيمة الحقيقية للسـهم وفقا لهذا النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$p = \frac{eps}{r_f}(1 + \frac{r_f}{1 + r_s})$$

حيث أن:

p: سعر السهم الحقيقي.

r_s: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

eps: نصيب السهم الواحد من الأرباح.

r_{f_t}: معدل العائد الخالي من الخطر.

مثال

أراد مستثمر الاستثمار في سهم معين وكانت لديه المعلومات التالية:

- r_s =14%
- eps =5
- r_f=9%

$$p = \frac{05}{0.09}\left(1 + \frac{0.09}{1 + 0.14}\right) = 59.94$$

6-نموذج تقييم الأرباح نموذج Modikliani & Miller

نموذج تقييم الأرباح هو نموذج آخر لتقييم الأسـهم العادية وذلك على أسـاس ربحيته، حيث تحتسب أرباح السهم الواحد من خلال قسمة الأرباح المتحققة على عدد الأسهم المصدرة، فان تقييم السهم على أساس هذا النموذج هي إن الأرباح المتحققة من حق أصحاب الأسهم، فلا بد أن يكون تقييم السـهم على أسـاس ربحيته المسـتقبلية وليس توزيعاته، ومن خلال المعادلة التالية نعرض فكرة تقييم السهم العادي بالاستناد إلى الأرباح:

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{E_t - I_t}{(1 + r_s)^t}$$

حيث إن

P: قيمة السهم الحقيقية

Et ربحية السهم المتوقعة في نهاية الفترة t من الاستثمارات الجديدة

It الأرباح المحتفظ بها (المحتجزة) في الفترة t لاستثمارات الوحدة المستقبلية

rs معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

مثال

أراد مستثمر الاستثمار في سهم معين وكانت لديه المعلومات التالية:

E_t =12.52مليون دج

I_t = 3 مليون دج

r_s = %14

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{E_t - I_t}{(1 + r_s)^t}$$

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{12.52 - 3}{(1 + 0.14)^1} = 8.35$$

7-نموذج التدفق النقدي.

يقوم هذا النموذج على أساس إن الثروة المتأتية من أصل تتجسد في التدفقات النقدية المتأتية من هذا الأصـــل، حيث يلجأ الكثير من المحللين الماليين للتدفقات النقدية على إنها تتمثل في

التكاليف غير النقدية كمخصص الاندثار وتكاليف الديون المشكوك بها وصافي الربح بعد الضريبة أو ربحية السهم، ويظهر نموذج تقييم السهم العادي على أساس التدفقات النقدية من خلال المعادلة التالية:

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{C_t}{(1+r_s)^t}$$

حيث إن:

Ct تمثل الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة

rs معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)

مثال

أراد مستثمر الاستثمار في سهم معين وكانت لديه المعلومات التالية:

Ct =12.52مليون دج

r_s = 14%

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{C_t}{(1+r_s)^t}$$

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{12.52}{(1+0.14)^1} = 10.982$$

8-نموذج ليرنر وكالتون

يبين هذا النموذج العلاقة المهمة بين العلاقة الحقيقية للسهم العادي وقيمته الدفترية، فعندما يكون معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية أقل من معدل العائد المطلوب على السهم العادي فإن القيمة الحقيقية تنخفض لمستوى أقل من معدل العائد المطلوب على السهم العادي فإن القيمة الحقيقية للسهم في هذه الحالة تكون أكبر من القيمة الدفترية، وتتوازن القيمة الحقيقية عندما يتساوى معدل العائد على الاستثمار، وبناء على هذا النموذج ليس هناك ضرورة لأن تكون القيمة الحقيقية للسهم والقيمة الدفترية متماثلتين في بيئة دائمة التغير، بالإضافة إلى ذلك فإن هذا النموذج يدل على استراتيجية تخص سياسة توزيع الأرباح والتي تهدف إلى تعظيم القيمة الحقيقية للأسهم، إضافة إلى سعر السهم السوقي، حيث تقوم هذه الاستراتيجية على مبدأ تخفيض الأرباح الموزعة لمالكين

الأسـهم في حالة كان معدل العائد على الاسـتثمار أكبر من معدل العائد المطلوب، والعكس صحيح ويمكن توضيح النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$v = \frac{(1-b)rBV}{r_s - rb}$$

حيث أن:

v: القيمة الحقيقية للسهم.

b : نسبة احتجاز الأرباح في المنشأة.

r: معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية للسهم العادي.

$(1-b)$: توزيعات الأرباح النقدية للسهم العادي.

r_s: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

rb: معدل نمو الأرباح للسهم العادي وتوزيعات الأرباح للسهم.

BV: القيمة الدفترية.

مثال

أراد مستثمر الاستثمار في سهم معين وكانت لديه المعلومات التالية:

- b : %20
- r: %18
- $(1-b)$: %80
- r_s: %14
- rb: 10%
- BV: 18دج

$$v = \frac{0.8 * 0.06 * 18}{0.14 - 0.1} = 21{,}6$$

9-نموذج مضاعف الربحية

يعرف بنسـبة السـعر الجاري للسـهم في السـوق إلى ربحيته، فإذا كانت نسـبة سـعر السـهم إلى ربحيته تسـاوي (10) هذا يعني أن السـهم يباع في السـوق المالي بعشرة أضـعاف ربحيته، وتكون

نسبة سعر السهم إلى ربحيته عالية في الشركات التي تنمو بمعدلات مرتفعة، ويرجع السبب في ذلك إلى أن توزيعات المستثمرين في الأسواق المالية تتجه نحو النمو السريع في الأرباح المستقبلية للشركة وفي الأرباح الموزعة، هذا من شأنه أن يؤدي إلى الإقبال على شراء السهم، وبالتالي يرتفع سعره في السوق، وأيضا تنخفض نسبة سعر السهم إلى ربحيته عادة بانخفاض معدل نمو الشركة، فتكون النسبة صغيرة للشركات ذات النمو العادي وأصغر للشركات التي تتراجع، والسبب يعود إلى أن معدلات النمو المستقبلي الصغيرة تنعكس بتخفيض سعر السهم وفي الواقع العملي يتم إيجاد المضاعف الطبيعي، من خلال إيجاد العلاقة التاريخية بين مضاعف ربحية السهم ومضاعف ربحية أحد مؤشرات أسعار السوق مثل مؤشر ستاندر آند بور، وإذا ما تفهم المحلل أبعاد تلك العلاقة عندئذ يمكنه بسهولة تقدير قيمة مضاعف الربحية في المستقبل، إذ لا يتطلب ذلك سوى الحصول على معلومات بشأن مضاعف الربحية للمؤشر في المستقبل، والذي عادة ما تنشره المؤسسة المصدرة لذلك المؤشر، مما سبق يتضح أن تقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم، يصبح لزاما على المستثمر تقدير الربحية المستقبلية للسهم، وهذا يقتضي- أن يكون مفهوم الربحية واضحا لديه. وبذلك يمكن حساب قيمة السهم الحقيقية بناء على النموذج المذكور والمطور من قبل ويلمس وفايندلي (Williams and Findlay) من خلال المعادلة التالية:

$$P = \sum_{t=0}^{n} \frac{(m)(eps)}{(1+r_s)^n}$$

حيث أن:

p: سعر السهم الحقيقي.

r_s: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب).

eps: نصيب السهم الواحد من الأرباح.

m: مضاعف الربحية.

وتحسب m من خلال المعادلة التالية

$$m = \frac{\text{قيمة السهم في السوق}}{eps\text{ربحية السهم في السوق}} * 2$$

$$\text{ربحية السهم في السوق } eps = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{عدد الاسهم}}$$

مثال

إذا كانت لديك المعلومات التالية:

قيمة السهم في السوق= 1.27

ربحية لاسهم في السوق=0.1322

معدل العائد المطلوب 14.61%

المطلوب إيجاد القيم العادلة الحقيقية للسهم من خلال مضاعف الربحية

$$P = \sum_{t=0}^{n} \frac{(m)(eps)}{(1+r_s)^n}$$

$$m = \frac{\text{قيمة السهم في السوق}}{eps\text{ربحية السهم في السوق}} * 2$$

$$m = \frac{1.27}{0.1322} * 2 = 19.21$$

$$P = \frac{19.21 * 0.1322}{(1+0.1461)^1} = 2.216da$$

نلاحظ أن القيم العادلة أكبر من القيم السوقية

10-نموذج الاسعار

يقيس هذا النموذج العلاقة بين قيمة السهم السوقية والقيمة الدفترية للسهم وربحيته، وذلك من خلال التعرف على معامل انحدار القيمة السوقية (كمتغير تابع) والقيمة الدفترية للسهم وربحيته (كمتغيرات مستقلة)، ويتم حساب قيمة السهم الحقيقية وفقا لهذا النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$P_{it} = a_0 + a_1 BVPS_{it} + a_2 EPS_{it} + Y$$

حيث أن:

P_{it}: القيمة الحقيقية للسهم في نهاية السنة المالية t.

$BVPS_{it}$: القيمة الدفترية للسهم i في السنة المالية t، وتم حساب هذا المتغير بقسمة حقوق المساهمين العادية على متوسط عدد الأسهم العادية في نهاية السنة المالية.

EPS_{it}: ربحية السهم i في السنة المالية t وتم حساب هذا المتغير بقسمة صافي الدخل قبل البنود غير العادية بعد خصم نصيب الأسهم الممتازة في الأرباح على متوسط عدد الأسهم في نهاية السنة.

a_0, a_1, a_2: معاملات النموذج.

مما سبق يتبين أنه يمكن الاستفادة من تلك النماذج في تحديد معدل الخصم، خاصة أنها تعتمد على متغيرات عديدة ومختلفة.

11-نموذج تقييم الأسهم الممتازة

تقييم الأسهم الممتازة لا تثير عملية تقييم الأسهم الممتازة أي إشكالات تحليلية عند عملية حسابها مثل الأسهم العادية ويرجع السبب في ذلك كون الأسهم الممتازة تحصل على توزيعات أرباح ثابتة ومتفق عليها ولأجل غير محدد في المستقبل مما يسهل عملية خصم التدفق النقدي لتوزيعات الأرباح المقررة للسهم الممتاز .إن الخاصية السابقة تجعل الأسهم الممتازة قريبة جدا من السندات إلا أنها أكثر خطرا منها لأن أصحاب الأسهم الممتازة لا يحصلون على حقهم من الأرباح إلا بعد تغطية فوائد السندات الأمر الذي يجعل معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين بالأسهم الممتازة أكبر من معدل الفائدة على السندات وأقل من معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم المادية .وفق هذا الإطار فإن معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم الممتازة والذي يمثل معدل الخصم سوف يحدد بمقدار المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم الممتازة عندما تتخلف إدارة المؤسسة عن دفع الأرباح المقررة لهم، وهكذا يستطيع المستثمر أن يقدر هذا العائد المطلوب مقارنة مع استثمارات أخرى مماثلة ولذلك فإن معادلة قيمة السهم الممتاز هي :

$$P = \frac{D_t}{r_s}$$

حيث:

D_t :التوزيع السنوي، r_s : معدل الخصم.

جدول يبين ملخص لنماذج تقييم أسعار الأسهم

النموذج	المعادلة
نموذج خصم التوزيعات النقدية	
أ. حالة التوزيعات الثابتة	$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_s)^t}$
ب. حالة التوزيعات ذات النمو الثابت	$P = \frac{D_0(1+g)}{r_s - g}$
ت. حالة التوزيعات التي تنمو بمعدل غير ثابت	$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+r_s)^t} + \frac{\hat{p}_n}{(1+r_s)^n}$
نموذج خصم التدفقات النقدية	
أ. حالة التدفقات النقدية وفقا لقيمة الشركة ككل	$V_f = \frac{FCFF_t}{WACC - g}$
ب. حالة التدفقات النقدية وفقا لقيمة حقوق الملكية	$V_s = \frac{FCFF_t}{r_s - g}$
3- نموذج التقييم المحاسبي	$P_t = b_t + a_1 x_t^a + a_2 v_t$
4- نموذج والتر	$p = \frac{eps}{r_s} + \frac{ra - r_s}{r_s}(eps - D_0)$
5- نموذج التأكد المعادل	$p = \frac{eps}{r_f}(1 + \frac{r_f}{1+r_s})$
6- نموذج تقييم الأرباح	$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{E_t - I_t}{(1+r_s)^t}$
7- نموذج التدفق النقدي	$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{C_t}{(1+r_s)^t}$
8- نموذج ليزنر وكارلتون	$v = \frac{(1-b)rBV}{r_s - rb}$

9- نموذج مضاعف الربحية	$P = \sum_{t=0}^{n} \frac{(m)(eps)}{(1+r_s)^n}$
10- نموذج الأسعار	$P_{it} = a_0 + a_1 BVPS_{it} + a_2 EPS_{it} + Y$
11- نموذج تقييم الأسهم الممتازة	$P = \frac{D_t}{r_s}$