الفصل السابع

تقييم الاوراق المالية Valuation of Securities

اولا : طريقة التقييم الاساسية

ان الطريقة التي يجب استعمالها لتقييم الاوراق المالية هي الطريقة نفسها المستعملة لتقييم الاستثمارات الرأسمالية ، اي طريقة خصم التدفقات النقدية. وتتطلب هذه الطريقة تقدير التدفقات النقدية الناتجة عن الاستثمار في الاوراق المالية خلال فترة الاحتفاظ (الاستثمار) بها ، وتقدير معدل الخصم المناسب. وتشمل التدفقات النقدية المتوقعة الفائدة على السندات والارباح الموزعة على الاسهم بالإضافة الى القيمة السوقية المتوقعة للورقة المالية عندما يبيعها حاملها في نهاية فترة الاستثمار. اما معدل الخصم المناسب فهو العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية. وهذا العائد يتناسب طردا مع خطر التدفقات النقدية الناتجة من الاستثمار في الورقة المالية. فكلما ازداد الخطر المرتبط بالتدفقات النقدية (التغير في التدفقات النقدية) ارتفع العائد المطلوب على الاستثمار. باختصار ان الطريقة المتبعة لتقييم الاوراق المالية هي عبارة عن حساب القيمة الحالية للأرباح الناتجة عن الاستثمار.

ثانيا : تقييم الاسهم العادية *Stock Valuation*

1- مدخل خصم مقسوم الارباح *Dividend Discount Model*

كما اشرنا فان الافتراض الاساسي في النظرية المالية لتقييم اي موجود مالي يعتمد على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل. بالنسبة للاسهم العادية فان حملتها يمكن ان يحصلوا على نوعين من التدفقات ، الاولى بشكل مقسوم ارباح نقدي *Cash Dividend* يتحدد وفقا لقرارات ادارة الشركة ، والثانية تتحقق من الفرق بالاسعار السوقية. الا انه من وجهة نظر عملية التقييم ان الفرق بالاسعار هي نتيجة لبيع معدل النمو المتوقع في مقسوم الارباح ، على

افتراض بان زيادة التوزيعات الانية والمتوقعة سوف تساهم في زيادة قيمة السهم في بورصة الاوراق المالية. لذا تنصب عملية تقييم الاسهم العادية على تحديد القيمة الحالية لمقسوم الارباح ، وبعد نموذج خصم مقسوم الارباح *Dividend Discount Model (DDM)* الذي قدمه وليمز عام 1938 ، من اكثر النماذج تمثيلا للقيمة الحقيقة للسهم العادي. وبموجب النموذج فان قيمة السهم تكون مساوية الى القيمة المخصومة لمقسوم الارباح بمعدل عائد مطلوب من قبل المستثمر وعلى وفق الاتي :

$$\boldsymbol{P_0 = \frac{D1}{(1+K)^1} + \frac{D2}{(1+K)^2} + \cdots + \frac{D\infty}{(1+K)^\infty}}$$

اذ ان :

P_0 : القيمة الحقيقة للسهم العادي

D : مقسوم الارباح للسهم الواحد

K : معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر وفقا لنموذج *CAPM*

$$K = RF + \beta\ (RM - RF)$$

اذ ان :

RF : معدل العائد خالي من المخاطرة وعادة ما يقاس باستخدام العائد على اذونات الخزينة الامريكية

β : معامل بيتا او مؤشر المخاطرة غير القابلة للتنويع (النظامية)

RM : عائد السوق ، العائد على محفظة موجودات السوق

يتضح من النموذج ان قيمة السهم دالة لمقسوم الارباح النقدي ، وتجاهل التدفقات النقدية المتوقعة من سعر بيع السهم. بافتراض ان المستثمر يدفع السعر او يطلب السعر بناءا على توقعاته بمقدار مقسوم الارباح عند نقطة زمنية محددة. ولكن بالمقابل ان هذا الافتراض قد يكون

محل تساؤل عن القيمة الحقيقة لاسهم الشركات التي لا يتوقع ان تدفع مقسوم ارباح. فهل هذا يعني ان السهم ليس له قيمة ؟ في الحقيقة ان قيمة السهم مرتبطة في هذه الحالة بمستوى النمو المتوقع بالتدفقات النقدية ، وان المستثمر يحدد القيمة على اساس هذا النمو ، وعليه فان لنموذج *DDM* ثلاثة صور وعلى وفق الاتي :

أ – نموذج خصم مقسوم الارباح ذو النمو الصفري *Zero – Growth DDM*

يفرض هذا النموذج ان الشركة تدفع مقسوم ارباح نقدي ثابت سنويا وبشكل مستديم والى ما لا نهاية . ولذلك معدل النمو في القسوم يكون مساويا للصفر . عندها تحسب القيمة الحقيقة للسهم على وفق الاتي :

$$P_{0=}\frac{D}{K}$$

فعلى سبيل المثال توزع احدى الشركات مقسوم ارباح نقدي بمقدار 4 دينار سنويا وللسهم الواحد . فما هي القيمة الحقيقة للسهم اذا علمت ان معدل الخصم 15%.

$$P_{0=}\frac{4}{0.15}=26.67\ ID$$

ب – نموذج مقسوم الارباح ذو النمو المستديم الثابت *Constant Perpetual Growth*

نظرا لعدم منطقية افتراض ثبات مقسوم الارباح الى ما لا نهاية وفقا للنموذج الصفري قدم جوردن نموذجه عام 1963 (عصفور في اليد *Bird in the hand*) لاحتساب القيمة الحقيقة للسهم وفقا لمعدلات نمو ثابتة ومستديمة لمقسوم الارباح اعتمادا على الافتراضات الاتية :

- المستثمر يتجنب المخاطرة من خلال تفضيله للمقسوم الحالي
- عدم التاكد بالمقسوم المتوقع يزداد كلما طال امد التنبؤ
- مقسوم الارباح ينمو بمعدل ثابت (g) وبنسبة اقل من معدل الخصم

$$P_{0=}\frac{D_0\ (1+g)}{K-g}$$

فاذا بلغ مقسوم الارباح لسهم احدى الشركات 2 دينار للسهم الواحد ، ويتوقع ان ينمو بمعدل ثابت 5% سنويا ، فما هي قيمة السهم اذا علمت ان معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر 15%.

$$P_{0}= \frac{2\ (1+0.05)}{0.15-0.05}= 21\ ID$$

على الرغم من بساطة نموذج جوردن ، وشيوع استخدامه بين المحللين الماليين ، الا انه يعاني من بعض المحددات ، وعلى وفق الاتي :

- يطبق فقط على الشركات التي تتسم ارباحها بالاستقرار.
- معدل النمو ثابت ومستديم الى ما لا نهاية في المستقبل.
- يجب ان يكون معدل الخصم (K) اكبر من معدل النمو (g) .