المحور الثالث: نماذج تقييم الأسهم والسندات

المحاضرة السابعة : نماذج تقييم الأسهم العادية

تستخدم نماذج التقييم بواسطة تدفقات الأرباح بصفة خاصة في تقييم الأسهم، حيث تكون توزيعات الأرباح المستقبلية وسعر التنازل هما محور عملية التقييم، لأن قيمة السهم ما هي إلا القيمة الحالية لهما.

1-مفهوم تقييم الأسهم:

إن الهدف من عملية التقييم هو الوصول إلى تحديد القيمة الحقيقية للسهم ومقارنتها مع القيمة السوقية وبالتالي معرفة ما إذا كانت الورقة المالية مسعرة بأكثر أو بأقل من قيمتها أو أن السوق المالي قد سعرها بشكل عادل ومتوازن حيث أن السعر السوقي للسهم يساوي القيمة الحقيقية والتي تم تحديدها انطلاقا من نموذج معين.

2-النموذج العام لخصم تدفقات الأرباح

حسب النموذج العام لتقييم الأسهم، فإن قيمة السهم مساوية للقيمة الحالية للأرباح المستقبلية التي ينتظرها المساهمون وسعر التنازل عن هذا السهم خلال فترة التوقع. وعليه بالنسبة للمساهم فإن قيمة السهم الذي سيشتريه اليوم من أجل إعادة بيعه مستقبلا (بعد سنوات)، هي مساوية للقيمة الحالية للعديد من حصص توزيعات الأرباح المتتالية المتوقع الحصول عليها وسعر التنازل عن السهم بعد عدة سنوات. غالبا نصادف الحالات التالية:

- **الحالة الأولى: الاحتفاظ بالسهم لمدة سنة واحدة**

تعتبر أبسط حالات الاستثمار، التدفقات النقدية المستقبلية في هذه الحالة هي توزيعات الأرباح للسهم DPA_1 وسعر إعادة بيع السهم P_1:

$$P_0 = \frac{DPA_1 + P_1}{(1+r)}$$

حيث:

P_0: القيمة الحالية للسهم

r: معدل الخصم

معدل الخصم (r) في هذه الحالة يمكن أن يعبر عن مجموع معدل الفائدة وعلاوة المخاطر، فهو يتطابق مع معدل المردودية المطلوبة من طرف المساهمين والذي يمكن أن يتكون من قسمين:

- العائد (من توزيعات الأرباح) $= \frac{DPA_1}{P_0}$

- العلاوة (النتيجة الرأسمالية من فروقات الأسعار) = $\frac{P_1-P_0}{P_0}$

ومنه يمكن استنتاج علاقة معدل العائد (r) كما يلي:

$$r = \frac{DPA_1 + P_1 - P_0}{P_0}$$

➢ **الحالة الثانية: الاحتفاظ بالسهم لمدة سنتين**

القيمة المنتظرة للسهم (P_1) انطلاقا من توزيعات الأرباح والسعر المتوقع للسهم في السنة التالية يمكن حسابها بتطبيق صيغة P_0 على P_1 حيث نجد:

$$P_0 = \frac{DPA_1}{(1+r)} + \frac{DPA_2 + P_2}{(1+r)^2}$$

➢ **الحالة الثالثة: الاحتفاظ بالسهم لفترة T من الزمن**

إن تعميم الصيغة P_0 على أفق T من الزمن لإعادة بيع السهم يمكن أن يكون بتطبيق العلاقة التالية:

$$P_0 = \frac{DPA_1}{(1+r)} + \frac{DPA_2}{(1+r)^2} + \dots\dots\dots\dots + \frac{DPA_T}{(1+r)^T} + \frac{P_T}{(1+r)^T}$$

حيث:

P_T: هي سعر التنازل نهاية الأفق T.

إذا كان أفق التقديرات إلى ما لا نهاية، فإن القيمة الحالية لسعر إعادة البيع في الفترة T ، إذن ستؤول إلى الصفر (0). وقيمة السهم عندها يمكن أن تقدر على أساس القيمة الحالية لجميع توزيعات الأرباح المستقبلية وتصبح $\mathbf{P_0}$ معطاة بالعلاقة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DPA_t}{(1+r)^t}$$

من الناحية العملية من الصعب توقع الأرباح المستقبلية على المدى البعيد جدا، في هذه الحالة تقييم الأسهم يكون باستخدام فرضيات بسيطة منها:

* <u>الأرباح ثابتة خلال كل الفترة</u>: في هذه الحالة، من الناحية الرياضية P_0 تصبح كما يلي:

$$P_0 = \frac{DPA_1}{r}$$

* <u>الأرباح تنمو بمعدل نمو ثابت مع افتراض</u> **(g < r)**:في هذه الحالة:

$$P_0 = \frac{DPA_1}{r-g}$$

* <u>توزيعات الأرباح تختلف من فترة لأخرى خلال الأفق</u>**T**:في هذه الحالة تعطى P_0 بالعلاقة التالية:

$$P_0 = \frac{DPA_1}{(1+r)} + \frac{DPA_2}{(1+r)^2} + \ \ldots\ldots\ldots\ldots + \frac{DPA_{T-1}}{(1+r)^{T-1}} + \frac{\frac{DPA_T}{r-g}}{(1+r)^{T-1}}$$