



صندوق النقد العربي
معهد السياسات الاقتصادية

إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات

إعداد

د. إبراهيم الكراسنة

أبوظبي، 2010

إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات

د. إبراهيم الكراسنة*

معهد السياسات الاقتصادية
صندوق النقد العربي

* د. الكراسنة رئيس قسم معهد السياسات الاقتصادية ، صندوق النقد العربي

تعد أوراق صندوق النقد العربي من قبل أعضاء معهد السياسات الاقتصادية بصندوق النقد العربي، ومن وقت لآخر من قبل اقتصاديين ومصرفيين آخرين، وينشرها الصندوق. تعالج الأوراق موضوعات ذات أهمية للبلدان العربية. الآراء الواردة في الأوراق تعبر عن وجهات نظر معديها ولا تعكس بالضرورة رؤية صندوق النقد العربي.

نسخ من الأوراق متوفرة من:

صندوق النقد العربي

صندوق بريد 2818

أبوظبي

الإمارات العربية المتحدة

فاكس: 971- 2 6324 454

صندوق النقد العربي 2005

حقوق النشر محفوظة. يمكن الاستنساخ من الورقة شرط ذكر المصدر.

المحتويات

الصفحة

2	مقدمة
4	ثانياً: مفهوم الأسهم العادية Common Stock
13	ثالثاً: الأسهم الممتازة Preferred Stock
15	رابعاً: تقييم الأسهم Shares Valuation
36	خامساً: استراتيجيات الأسهم Stock Strategies
42	سادساً: قياس المخاطر The Measurement of Risk
46	سابعاً: السندات Bonds

إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات

مقدمة

تعتبر الأسهم والسندات من أهم مصادر التمويل طويل الأجل حيث تلجأ كل من الشركات وحتى الحكومات من أجل تغطية احتياجاتها التمويلية عند تعذر الحصول على ذلك من المؤسسات المالية.

من المعروف أن المؤسسات المالية وعلى رأسها البنوك تتأى في معظم الأحيان عن الانخراط في نشاطات التمويل طويل الأجل وذلك بسبب مخاطر هذا النشاط هذا من جهة ومن جهة أخرى بسبب طبيعة مصادر أموال هذه البنوك والتي تكون في الغالب قصيرة الأجل وبالتالي لا يمكنها - أي البنوك - من منح قروض طويلة الأجل وبخلاف ذلك فإن البنوك ستواجه مشكلة ما يسمى بعدم الموائمة ما بين مصادر الأموال والتوظيفات وبالتالي ستكون البنوك عرضة لمخاطر السوق مثل مخاطر تقلبات سعر الفائدة وأسعار الصرف وغيرها.

وقد شهدت أسواق المال العربية في السنوات الأخيرة نشاطاً ملحوظاً انعكس على حجم التداول في الأسهم وكذلك على بروز التمويل عن طريق السندات وإن كان محدوداً نوعاً ما إلا أن ذلك إن دل على شيء فإنما يدل على زيادة الاهتمام بهذا النوع من التمويل سواء كان ذلك من المستثمرين أو من الجهات الباحثة عن التمويل.

وفي ضوء ذلك ارتأيت أنه من المناسب تقديم عرض لمفاهيم الأسهم والسندات وكذلك على الآليات التي يتم استخدامها في تقييم هذا النوع من الاستثمار. قد جاءت هذه الورقة كمحاولة لوضع بعض النقاط الاسترشادية التي يمكن استخدامها من قبل جميع الأطراف المعنية في

سوق الأوراق المالية سواء كانوا مستثمرين، وسطاء ماليين أو حتى الجهات المعنية في الرقابة على التعامل في الأوراق المالية.

ففي الجزء الأول من هذه الورقة فقد تم التعرض إلى المفاهيم الأساسية للأسهم وما هي أهميتها كمصدر من مصادر التمويل. بعدها تم التطرق إلى أسلوب كل من التحليل الأساسي والفني التي تستخدم في العادة لتقييم الأسهم مع إعطاء بعض الأمثلة التوضيحية لعملية التقييم. بعدها تم استعراض أهم الاستراتيجيات للاستثمار في الأسهم وإلى مفهوم قياس مخاطرها. وفي الفصل الأخير تم استعراض موضوع السندات وتقييمها وأنواعها وكذلك على علاقة سعر السند مع سعر الفائدة.

ثانياً: مفهوم الأسهم العادية Common Stock

يمثل السهم العادي Common Stock مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية – التي لا تتضمن الأسهم الممتازة – مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيراً تتمثل القيمة السوقية في قيمة السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية.

هذا ويتمتع حامل السهم العادي (المستثمر) ببعض الحقوق من أهمها الحق في التصويت في الجمعية العمومية، والحق في نقل ملكية الأسهم بالبيع أو بأي طريق آخر، والحق في الحصول على الأرباح إذا ما قررت الإدارة توزيعها. كما يتمتع كذلك بميزة هامة وهي مسؤولية محدودة بحصته في رأس المال. أما بالنسبة لعيوب الأسهم العادية من وجهة نظر المستثمر فمن أبرزها أن حاملها ليس له الحق في المطالبة بتوزيعات، ما لم تحقق الشركة أرباحاً أو إذا حققت أرباحاً ولم تقرر الشركة توزيعها.

وقبل الخوض في الحديث عن ميزات الأسهم وطرق تقييمها، سنعرض بشكل موجز مفاهيم القيم التي تمت الإشارة إليها آنفاً.

1. مفاهيم القيم

أ- قيمة التصفية Liquidation Value

تعرف بأنها المبلغ الذي يمكن الحصول عليه من بيع أحد الأصول أو مجموعة من الأصول أو كافة الأصول بمعزل عن المؤسسة أو التنظيم الإداري الذي كان يستخدمها، فمثلاً إذا أرادت الشركة أن تبيع آلة قديمة أو مجموعة من الآلات وعرضها في السوق فإن السعر الذي تباع به يدعى سعر التصفية، أما في حالة تصفية الشركة فإن القيم التي تجلبها هذه الموجودات بعد استبعاد الديون المترتبة على الشركة تدعى القيمة التصفوية للشركة.

ب- القيمة الدفترية Book Value

وهي القيمة المحاسبية للأصل في دفاتر الشركة، وتمثل تكلفة شراء هذا الأصل ناقص الاهتلاكات المتراكمة Accumulated وقد تصل القيمة الدفترية للأصل إلى الصفر عند اهتلاكه بالكامل ولكن ما زال له قيمة اقتصادية لأنه ما زال منتج.

وتساوي القيم الدفترية لشركة إجمالي الموجودات ناقص المطلوبات وتتضمن حقوق المساهمين وحسابات رأس المال، علاوة الإصدار، الاحتياطات والأرباح المحتجزة. أما القيمة الدفترية للسهم العادي Book Value Per Share فتساوي قيمة رأس المال على عدد الأسهم، وتعكس هذه القيمة ما قدمه المساهمون مباشرة (الرأس والمدفوع والعلاوات) أو غير مباشرة وعن طريق احتجاز الأرباح لتمويل استثمارات الشركة لكنها لا تعكس القوة الإيرادية لهذه الاستثمارات.

ج- القيمة السوقية Market Value

وهو السعر الذي يمكن أن يباع به الأصل في السوق. بالنسبة إلى السهم العادي، فإن سعره في السوق قد يساوي أو يكون أعلى أو أقل من القيم الدفترية للسهم، وذلك في ضوء ربحية الشركة. ففي بداية أعمال الشركة، من الممكن أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الدفترية، وذلك لعدم وجود سجل من الأداء للشركة يدل على مدى تحقيق الشركة للأرباح، وحين تحقق الشركة أرباحاً عالية ومنتامية يرتفع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم، أما إذا كانت ربحية الشركة متدنية أو أنها تتكبد خسائر مستمرة فإن سعر السهم في السوق سينخفض تحت القيمة الدفترية للسهم.

على أي حال إن القيمة السوقية للسهم هي عبارة عن قيمة توازنية Equilibrium بين العرض والطلب في السوق وبالتالي فإنها تمثل إجماع السوق Market Consense على قيمة السهم.

د- القيمة الحقيقية Intrinsic Value

يرتبط مفهوم القيمة الحقيقية بالأوراق المالية عامة وبالأسهم العادية بشكل خاص ويدل على القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة Fair Market Value وتحدد هذه القيمة بالنسبة لسهم على ضوء معطيات موضوعية تشمل قاعدة موجودات الشركة، الأرباح الموزعة على المساهمين، آفاق النمو المستقبلية وكفاءة إدارة الشركة.

إن قيمة السهم المحسوبة على هذه الأسس هي ما يهتم المستثمر بالدرجة الأولى على اعتبار أنها تمثل ما يجب أن تكون عليه قيمة السهم. ويقوم المستثمر عادة بإجراء مقارنة بين القيمة الحقيقية المحسوبة وسعر السهم في السوق، فإذا كان سعر السوق أعلى من القيمة الحقيقية، فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأكثر مما يجب Over-valued ولا يصلح للاستثمار، بل على العكس يجب التخلص من السهم إذا كان للمستثمر مركز فيه، أما إذا كان سعر السوق أقل من القيمة الحقيقية فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأقل مما يجب Under-valued وأنه يصلح للاستثمار لأن سعر السوق يجب أن يرتفع مع الوقت ليصل إلى القيمة الحقيقية مما يحقق ربحاً رأسمالياً للمستثمر.

وعندما يكون سعر السوق مساوياً إلى القيمة الحقيقية فإن السهم يكون مقيماً كما يجب. ومن الممكن أن يختلف سعر السوق عن القيمة الحقيقية للسهم وينتج ذلك عن عدة أسباب أهمها المضاربات والتلاعب في أسعار الأسهم في البورصة، عدم توفر المعلومات عن أداء الشركة، الإفصاح Disclosure غير الكافي عن المعلومات من قبل الشركة، تحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين، البطء في ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقاً للمعلومات الواردة. أن الاختلاف بين سعر السوق والقيم الحقيقية للسهم يخلق فرصاً للربح والاستفادة من عمليات شراء أو بيع الأسهم في المدى القصير.

2. ميزات الأسهم العادية كمصدر للتمويل

هناك ثلاثة مزايا رئيسية ترتبط باستخدام الأسهم العادية كمصدر للتمويل طويل الأجل وهي:

1. أن الشركة غير ملزمة قانونيا بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم.
2. تمثل هذه الأسهم مصدر دائم للتمويل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من الشركة التي أصدرتها.
3. إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية، وهو أمر يترتب عليه زيادة القدرة الاقتراضية المستقبلية للشركة.

وإلى جانب هذه المزايا يعترى التمويل بالأسهم العادية بعض العيوب من أهمها:

1. ارتفاع التكلفة التي تتحملها الشركة، ويرجع ذلك إلى سببين رئيسيين: أولهما أن العائد الذي يتطلبه حملة هذه الأسهم عادة ما يكون مرتفعا، نظرا للمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة. ثانيهما أن أرباح الأسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية.
2. إصدار أسهم جديدة يحتمل أن يترتب عليه دخول مساهمين جدد، مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية، وقد يكون في هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى، غير أن هذا العيب قد يمكن التغلب عليه بإعطاء الملاك القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية Pre-emptive Rights.

3. حق الأولوية Rights Issues

تتمثل هذه الأولوية بأنه إذا رغبت الشركة في الحصول على التمويل عن طريق طرح أسهم فتكون ملزمة أن تقوم بطرح الأسهم أولا على المساهمين القدامى إلا إذا كانت رغبة المساهمين عدم ممارسة هذا الحق. ومن أجل الحفاظ على تركيبة الملكية الحالية للشركة فإن

الأسهم الجديدة تطرح بأسلوب النسبة والتناسب Pro-Rata بمعنى كل مساهم يأخذ حقه حسب نسبة مساهمته في الشركة كان يكون سهم لكل أربعة أسهم.

إن لهذا النوع من التمويل ميزة تتمثل بأن تكلفته أقل من طرح الأسهم إلى الاكتتاب العام على أساس أنه لا يتطلب التكاليف التي تكون عادة مصاحبة للاكتتاب العام من قرطاسية وإعلانات بالصحف الخ... كذلك فإن هذا النوع من التمويل يحافظ على ملكية الملاك القدامى من حيث عدم السماح لدخول مساهمون جدد إلى الشركة. ولكن يمكن أن يكون هذا الأسلوب غير فعال في حالة أن احتياجات الشركة التمويلية تفوق إمكانية المساهمين الحاليين في تغطيتها. ومن أجل تشجيع المساهمين القدامى على ممارسة حقهم في هذا النوع من الإصدارات فإنه يتم طرح الأسهم بخصم ونسبة تتراوح ما بين 15-20% من القيمة السوقية للسهم. والمثال التالي يوضح فكرة حق الأولوية.

دعنا نفترض أن شركة ما ممولة بالكامل من حقوق الملكية وترغب في الحصول على أموال إضافية قيمتها مليون دولار. وقد قررت الشركة إصدار أسهم جديدة للحصول على هذا المبلغ، على أن يعطى للمساهمين القدامى الأولوية حق الشراء بحيث يوزع سهم لكل ثلاثة أسهم. هذا وقد كان سعر السهم قبل الإصدار يبلغ 200 سنت وترغب الشركة في بيعه للمساهمين القدامى بسعر 160 سنت. ما هو تأثير ذلك على مساهم يمتلك في هذه الشركة 3000 سهم؟

إن قيمة السهم بعد إصدار حق الأولوية ستكون:

$$\frac{(3 \times 2.00) + (1 \times 1.60)}{4} = 1.90$$

إذاً انخفض سعر سهم الشركة بمقدار 10 سنت. السؤال الذي يطرح نفسه ما تأثير ذلك على المساهم الذي يمتلك 3000 سهم في هذه الشركة في حالة:

1. عدم ممارسة الحق
2. ممارسة الحق

1. لاحتساب قيمة الحق يطرح سعر السهم الذي ترغب الشركة في بيعه إلى المساهمين القدامى من سعر السهم:

$$\text{سنت } 30 = 1.90 - 1.60$$

عدم ممارسة المساهم هذا الحق فإن خسارته ستكون

$$\frac{3000}{3} = 1000$$

$$1000 \times 0.30 = \$300$$

خسارته ستكون 300 دولار في حال عدم ممارسته الحق. أو بطريقة أخرى: كان لدى هذا المساهم 3000 سهم قيمة كل سهم 2 دولار فإن مجموع ثروته هي 6000 دولار. الآن أصبح سعر السهم 1.90 دولار فإن ثروته ستصبح:

$$3000 \times 1.90 = 5700$$

$$\text{قيمة الخسارة } \$300 = 6000 - 5700$$

2. في حالة ممارسة حقه في الاكتتاب الجديد فإن هذا الشخص يستطيع الحصول على 157 سهم جديد:

$$\text{عدد الأسهم القائمة} = \frac{3000}{3} = 1000 \text{ سهم}$$

نسبة التوزيع

كل سهم يخول هذا المساهم للحصول على خصم بمقدار 30 سنت

$$1000 \times 0.30 = \$300$$

$$157 = \frac{300}{1.60} \text{ عدد الأسهم الذي يستطيع هذا المساهم شرائها في ضوء حجم مساهمته.}$$

ثروة هذا المساهم الجديدة ستصبح:

$$\text{دولار } 5998 = 3157 \times 1.90$$

وهي حجم ثروته كما كانت في السابق ولكن ما تغير هو عدد الأسهم التي أصبحت 3157 سهم وبالتالي فإن هذا المساهم سيكون مخول للحصول على توزيعات أرباح على 3157 سهم بدلا من 3000 سهم.

4. آليات التأثير على أسعار الأسهم

هناك بعض الآليات تستخدمها الشركات في التأثير على أسعار الأسهم سواء باتجاه رفع سعر الأسهم أو خفضها وضمن ضوابط معينة ندرج أهمها:

أ- إعادة شراء الأسهم Share Repurchase

إذا كانت الموارد المالية المتاحة للشركة تفوق الاحتياجات الاستثمارية فقد يكون من الأفضل توزيع الفائض على المساهمين. وقد يكون التوزيع في صورة نقدية أو في صورة إعادة الشراء الشركة لأسهمها. ويؤدي ذلك الإجراء إلى انخفاض عدد الأسهم وبالتالي ارتفاع ربحية السهم وقيمتها السوقية. ولتوضيح ذلك دعنا نأخذ المثال التالي:

نفرض أن شركة ما حققت أرباحاً مقدارها 2.25 مليون دولار وأن عدد الأسهم القائمة لدى هذه الشركة تبلغ 900 ألف سهم تباع بسعر 70 دولار للسهم. وترغب الشركة إجراء توزيعات قدرها 1.8 مليون دولار. الآن ما أثر ذلك على كل من قيمة سهم الشركة وربحيته؟

سعر سهم الشركة كان 70 دولار.

$$\text{نصيب السهم من الأرباح هو } \frac{1800000}{900000} = 2 \text{ دولار}$$

$$\text{إذا قيمة السهم ستصبح } 70 + 2 = 72 \text{ دولار}$$

عدد الأسهم التي تستطيع الشركة شراءها هي:

$$25000 = \frac{1800000}{72} \text{ سهم}$$

عدد الأسهم القائمة بعد الشراء ستكون:

$$900000 - 25000 = 875000 \text{ سهم}$$

ربحية السهم كانت قبل إعادة الشراء:

$$2.5 = \frac{2250000}{900000}$$

أما بعد الشراء ستكون

$$2.57 = \frac{2250000}{875000}$$

إذا يلاحظ أن ربحية السهم قد ارتفعت بعد إعادة الشراء. ولكن ما هي الفائدة التي عادت على المساهمين من جراء سياسة التوزيع المتبعة، إذا كان نصيب السهم من التوزيعات في الحالتين دولاران؟ المستثمر الذي يتمتع بإعفاء ضريبي على دخله، لن يتمتع بأي ميزة ضريبية. غير أن هناك مزايا ضريبية أخرى. فسحب عدد من الأسهم من التداول قد يحمل في طياته محتوى معلومات Information content إيجابي قد يترتب عليه ارتفاع القيمة السوقية للسهم بعد القرار عما كانت عليه قبله، أي تصبح القيمة السوقية للسهم أعلى من 72 دولار. وبصرف النظر عن خضوع دخل المستثمر أو عدم خضوعه للضريبة، فيكفي أن قرار إعادة الشراء يعطي المستثمر الخيار في أن يحصل أو لا يحصل على توزيعات نقدية. فالمستثمر الذي في حاجة إلى توزيعات نقدية يمكنه أن يبيع جزء مما يملكه من الأسهم. أما المستثمر الذي لا يحتاج توزيعات نقدية فيمكنه الاحتفاظ بالسهم في الوقت الذي ترتفع قيمته السوقية.

كان هذا عن المستثمر الذي يتمتع بإعفاء ضريبي. أما المستثمر الذي يخضع دخله للضريبة فأمره يختلف. ذلك أن بعض الأنظمة الضريبية يكون فيها معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية Capital Gain أقل من معدلها على التوزيعات النقدية، مما يعني أن المستثمر قد يفضل الحصول على دخله من الأسهم في شكل زيادة في قيمة الأسهم، بدلا من الحصول عليها على شكل توزيعات نقدية. وحتى إذا تساوى المعدلين فإن الضريبة على التوزيعات ستستحق بمجرد حصول المستثمر عليها أما الضريبة على الأرباح الرأسمالية فلا تستحق إلا عند بيع الأسهم. هذا يعني أن المستثمر يمكنه تأجيل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، وهو ما يجعل معدلها الفعلي Effective Rate أقل من معدلها الاسمي. ولعل في الميزة الضريبية

لإعادة شراء الأسهم تشجيعاً للشركات على إجراء التوزيعات الإضافية في صورة إعادة شراء أسهمها بدلاً من إجرائها في صورة توزيعات نقدية.

ومن الجدير بالذكر أن بعض السلطات الرقابية تفرض قيود على عملية إعادة شراء الشركات لأسهمها وذلك من أجل حماية حقوق الدائنين وبعض حملة الأسهم. فمثلاً إعادة الشراء تتطلب الموافقة المسبقة من السلطات الرقابية ذات العلاقة وكذلك ضرورة أن تكون إعادة الشراء من الأرباح التي حققتها الشركة ولا يجوز إعادة الشراء عن طريق الاقتراض كما يتم تحديد نسبة من الأسهم لإعادة شرائها كأن تكون مثلاً 10% من عدد الأسهم القائمة.

ب- التوزيعات في صورة اسهم Stock Dividends

يقصد بالتوزيعات في صورة اسهم إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلاً من إعطائه توزيعات نقدية وعادة ما يشار إلى تلك الأسهم بالأسهم المجانية. ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة. من ميزات هذا النوع من التوزيعات هو عدم لجوء الشركة إلى دفع أموال نقدية إلى المساهمين. كذلك، ونتيجة لزيادة عدد الأسهم فإن ذلك سيعمل على خفض نسبة القروض/ أسهم الملكية للشركة. ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ إليها الشركات عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة، يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها كما يؤدي هذا الإجراء أيضاً إلى انخفاض ربحية السهم.

فمثلاً لو كان سعر سهم شركة ما 30 دولار وأن لدى مساهم في هذه الشركة 200 سهم، معنى ذلك أن ثروة هذا المساهم تبلغ $(30 \times 200) = 6000$ دولار. لو قررت هذه الشركة توزيع 10% أسهم مجانية فسيكون نصيب هذا المساهم $(200 \text{ سهم} \times 10\%) = 20$ سهم وبالتالي فإن قيمة السهم ستصبح $(6000 / 220 \text{ سهم}) = 27.3$ دولار. ومن هنا نلاحظ أن القيمة السوقية للسهم قد انخفضت من 30 دولار للسهم الواحد إلى 27.3 دولار للسهم.

ج- اشتقاق الأسهم Stock Split

قد تلجأ الشركة إلى تخفيض القيمة الاسمية للسهم مما يضاعف عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال وهو ما يطلق عليه باشتقاق الأسهم أو تقسيم السهم أو أحيانا تقطبت السهم. وتختلف هذه السياسة مع سابقتها في أنها تهدف في النهاية إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم، بما يسمح بزيادة الطلب عليه، ويترك بالتالي أثره الإيجابي على مستوى سيولته . ذلك أن زيادة عدد الأسهم – نتيجة اشتقاق – لا يؤدي في حد ذاته إلى زيادة أرباح الشركة، وعليه يتوقع أن يؤدي تقسيم السهم إلى انخفاض نصيب السهم من الأرباح والتوزيعات، وهو أمر يؤدي في النهاية إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم، مما يحقق له سيولة افضل.

ولكن ما هو المنطق الذي يحكم قرار اشتقاق الأسهم؟ إلى جانب تحسين مستوى سيولة السهم، حيث أن هناك سببين آخرين هما التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للسهم والتأثير على مقدار التوزيعات. فعلى الرغم مما سبق ذكره من حصة المساهم في ملكية الشركة لن تتأثر بقرار اشتقاق الأسهم، فقد يكون لذلك القرار تأثير إيجابي على القيمة السوقية للسهم. ويحدث ذلك إذا ما نظر المتعاملين في السوق إلى قرار الشركة على انه إشارة مالية Financial Signal لمستقبل مبشر للشركة يتوقع أن ترتفع معه القيمة السوقية للسهم، ومن ثم فقد وجب التقسيم كوسيلة للحد من تأثير ذلك على سيولة السهم.

ثالثاً: الأسهم الممتازة Preferred Stock

يمثل السهم الممتاز Preferred Stock مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي وتجمع الأسهم الممتازة بين سمات الأسهم العادية والسندات. فالسهم الممتاز يشبه السهم العادي في بعض النواحي من أهمها: أنه يمثل صك ملكية ليس له تاريخ استحقاق، وأن مسؤولية حامله محدودة بمقدار مساهمته، كما لا يحق لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات. وأخيراً قد يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في شراء أي إصدارات جديدة من الأسهم الممتازة.

ومن ناحية أخرى تشبه الأسهم الممتازة السندات في أن نصيب السهم من الأرباح محدد بنسبة معينة من قيمته الاسمية، وانه لا يجوز لحملة الأسهم العادية الحصول على نصيبهم من الأرباح أو نصيبهم في أموال التصفية قبل أن يحصل حملة الأسهم الممتازة نصيبهم منها. وأخيرا فإنه قد ينص على حق الشركة في استدعاء الأسهم الممتازة، وذلك على النحو الذي سنتعرض له عند مناقشة السندات. وفيما يلي نعرض مزايا وعيوب الأسهم الممتازة للتمويل.

1. الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل

تتمتع الشركات التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ببعض المزايا من أهمها أنها ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات، وأن توزيعات محدودة بمقدار معين، وأنه لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها الشركة من مشاكل صعبة. كذلك فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الإقتراضية المستقبلية للشركة.

يضاف إلى ذلك أن قرار إصدار تلك الأسهم قد يتضمن إعطاء المنشأة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها أي إعادة شرائها، وذلك في مقابل أن يحصل حامله على مبلغ يفوق قيمته الاسمية. ويمثل هذا الحق ميزة بالنسبة للشركة إذ يمكنها الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق، وذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق أن أصدرتها، وإجلالها بسندات ذات كوبون منخفض أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض.

وإذا كان للأسهم الممتازة كل هذه المزايا فإنها لا تخلو من العيوب، وأول ما يذكر في هذا الصدد هو ارتفاع تكلفتها نسبيا. فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق تكلفة الاقتراض. ويرجع هذا إلى أن توزيعات الأسهم الممتازة - على عكس الفوائد - لا تخضع للضريبة، ومن ثم لا تحقق الشركة من ورائها وفورات ضريبية. يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضين ومن ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد. فعلى عكس المقرضين ليس هناك ما يضمن حصول حملة الأسهم الممتازة على

عائد دوري، كما أنه في حالة الإفلاس وتوزيع أموال التصفية يأتي حملة الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية.

كذلك يعاب على الأسهم الممتازة إلزامية التوزيعات. حقا انه ليس لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات، إلا أنهم يحتفظون بحقهم مستقبلا في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجري فيها توزيع Cumulative Feature وذلك قبل أن يحصل حملة الأسهم العادية على أي توزيعات. يضاف إلى ذلك عيب ثالث يتمثل في حق حملة هذه الأسهم في التصويت في المسائل التي تتعلق بفرض قيود على إجراء التوزيعات، أو في حالة عدم كفاية الأموال التي ينبغي احتجازها لاستدعاء الأسهم الممتازة.

رابعاً: تقييم الأسهم Shares Valuation

يعتبر تقييم الأسهم الخطوة الأولى للاستثمار الناجح إذ بواسطته يستطيع المستثمر معرفة سوية السهم وبالتالي تكون القرارات الاستثمارية مبنية على أسس سليمة وصحيحة. يوجد هناك عدة وسائل لتقييم الأسهم تعتمد في مجملها على كل من إيرادات الشركة والتدفقات النقدية وتوزيعات الأرباح وهو ما يسمى بالتحليل الأساسي، كما أن هناك أسلوب آخر يسمى التحليل الفني وسيتم التطرق إلى هذه الأساليب كل على حده.

1. التحليل الأساسي Fundamental Analysis

التحليل الأساسي هو أسلوب يستخدم لتقدير قيمة السهم وذلك بتحليل البيانات المالية الأساسية للشركة. بمعنى أن هذا التحليل يأخذ بعين الاعتبار تلك المتغيرات ذات العلاقة المباشرة بالشركة مثل الإيرادات وتوزيعات الأرباح ومبيعات الشركة وغيرها. وهناك بعض الانتقادات إلى اعتماد هذا الأسلوب لتقدير قيمة سهم الشركة حيث أنه هذا الأسلوب يعتبر غير علمي لأنه من الصعب الحصول على صورة واضحة عن الشركة باستخدام هذا الأسلوب في ظل غياب أو عدم اعتبار متغيرات نوعية عن الشركة ووضع الشركة التنافسي في السوق.

وبالرغم من هذه الانتقادات إلا أن التحليل الأساسي هو من الأدوات المستخدمة الشائعة التي تستخدم على نطاق واسع من قبل كثير من المعنيين سواء كانوا مستثمرين أو غيرهم. هذا ويعتبر تحليل النسب من أهم أدوات التحليل الأساسي، إضافة إلى أسلوب نموذج الخصم والمتمثلة في خصم التدفقات النقدية المتوقعة والذي سيتم الحديث عنه لاحقاً.

أ- تحليل النسب المالية Financial Ratios Analysis

تحليل النسب المالية هو احتساب ومقارنة للنسب التي يتم استخراجها أو اشتقاقها من المعلومات المتوفرة في القوائم المالية للشركات. إن مستوى واتجاه هذه النسب يمكن استخدامها في استنباط حقائق عن الوضع المالي للشركة ودرجة جذبها للاستثمار. ويمكن أن تستخدم هذه النسب قطاعياً لمقارنة أوضاع الشركة التي تعمل في نفس القطاع وبالتالي الحكم على وضع الشركات الجيدة وغير الجيدة. فعلى سبيل المثال يمكن استخدام نسبة الديون إلى حقوق الملكية لمعرفة رافعة الشركة. وبمقارنة هذه النسبة لشركتين نستطيع من خلالها تمييز أي من الشركتين تعتمد أكثر على الديون في تمويل عملياتها وبالتالي تحديد أي من الشركتين أعلى خطورة من حيث الاستثمار فيها.

ومن الجدير بالذكر أنه يفضل عدم الاعتماد على نسبة واحدة في تحليل الوضع المالي لشركة ما بل يجب الاعتماد على عدة نسب حتى يتمكن الحصول على صورة واضحة عن مدى صحة وضع الشركة المالي. كما أنه يجب أن يتم مقارنة هذه النسب لشركة ما مع النسب المالية لشركة أخرى في نفس القطاع وذلك حتى تكون دراسة النسب ذات معنى أو جدوى وكما أسلفنا سابقاً. ويذكر أن هناك العديد من النسب يمكن استخدامها لدراسة وضع الشركة مثل نسبة السيولة، الرافعة، الربحية، وغيرها من النسب.

(1) نسب السيولة Liquidity Ratios

هناك عدة نسب يمكن استخدامها لقياس مدى قدرة الشركة على مقابلة الالتزامات المترتبة عليها خاصة تلك الالتزامات قصيرة الأجل. تقوم الشركات عادة بدفع الفوائد المستحقة عليها وكذلك الديون قصيرة الأجل من موجوداتها المتداولة لذلك أنه من الضروري أن تبقى الشركات على موجودات متداولة تمكنها لمقابلة مطلوباتها قصيرة الأجل. أما نسب السيولة فهي:

- نسبة التداول.
- نسبة السيولة السريعة.
- رأس المال العامل.

(أ) نسبة التداول Current Ratio

تقيس هذه النسبة مدى قدرة الشركة على مقابلة التزاماتها قصيرة الأجل. وتحتسب هذه النسبة بقسمة الموجودات المتداولة على المطلوبات المتداولة

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الموجودات المتداولة}}{\text{المطلوبات المتداولة}}$$

عند احتساب هذه النسبة لشركة ما يتم مقارنتها مع النسبة لدى مثيلاتها من الشركات الأخرى. وإذا كانت هذه النسبة تقل عن متوسط القطاع فإن هذه الشركة يمكن أن تواجه مشكلة سيولة. ولكن بالمقابل ارتفاع هذه النسبة بشكل مبالغ فيه عادة غير محبب لأنه يدل على أن الشركة لا تستخدم مواردها بشكل فعال، الأمر الذي قد ينعكس سلباً على أداء الشركة وربحيته.

(ب) نسبة السيولة السريعة Acid Ratio

وتتشابه هذه النسبة سابقتها باستثناء أنه يطرح من هذه النسبة المخزون وهي نسبة أكثر تحفظاً.

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الموجودات المتداولة} - \text{المخزون}}{\text{المطلوبات المتداولة}}$$

ويتم استثناء المخزون لأنه في كثير من الشركات فإنه من الصعوبة بمكان أن يتم تحويل المخزون إلى نقد وبالسعة المطلوبة وبدون خسارة. كذلك يفضل أن تكون هذه النسبة مماثلة لنسب القطاع التي تعمل به الشركة.

(ج) رأس المال العامل Working Capital

هذه النسبة ببساطة هي الفرق بين الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة وهي مشابهة لنسبة التداول وتختلف عنها بأنها بالرقم المطلق وليس نسبه. وكلما ارتفع مبلغ رأس المال العام، كلما كانت الشركة قادرة على مقابلة الالتزامات المترتبة عليها.

(2) نسبة الرافعة Leverage Ratio

نسبة الرافعة تقيس تركيبة رأس مال الشركة بمعنى آخر تقيس الكيفية التي تمول بها الشركة أعمالها سواء من الأموال الخاصة أو من القروض أو من كليهما.

$$\text{نسبة الرافعة} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}}$$

الشركة التي تعتمد على الديون بشكل كبير تكون ذات مخاطر عالية من حيث إمكانية إفلاس الشركة وبالتالي عدم القدرة على مقابلة التزاماتها، خاصة عندما تكون الظروف الاقتصادية غير مواتية.

من الآثار الجانبية في حال اعتماد الشركة على الديون بشكل كبير هو صعوبة حصول هذه الشركة على القروض من السوق لتمويل عملياتها وإن حصلت فإنها تكون ذات كلفة عالية وبالتالي قد تضطر إلى إصدار أسهم في ظروف غير مناسبة.

وينظر إلى الشركات عالية المديونية بأنها معرضة لمخاطر الإفلاس، ارتفاع تكلفة الاقتراض، انخفاض المرونة المالية. ولكن هناك بعض الإيجابيات للاقتراض من حيث أنه أقل كلفة من التمويل عن طريق الأسهم، كما أن هناك ميزات ضريبية حيث الفوائد على القروض عادة تخصم من الضريبة.

(3) نسب الائفانية

تقيس مدى قدرة الشركة على تحقيق تدفقات نقدية تمكنها من مقابلة الالتزامات. ومن النسب التي تستخدم في هذه الحالة ما يسمى بنسبة التغطية مثل تغطية الفوائد Interest Coverage. وتقيس هذه النسبة حصة الفوائد من الإيرادات، أما النسبة فهي:

$$\text{نسبة تغطية الفوائد} = \frac{\text{الإيرادات قبل الفوائد والضرائب}}{\text{مصاريف الفوائد}}$$

طبعاً ارتفاع النسبة يعني أن الشركة قادرة على مقابلة التزاماتها ولا يوجد مؤشرات على أن الشركة يمكن أن تواجه مصاعب مالية.

(4) نسب الربحية Profitability Ratios

تشمل نسب الربحية كل من هامش الربح التشغيلي، صافي الربح، العائد على الموجودات والعائد على حقوق الملكية.

(أ) هامش الربح Profit Margin

يقيس مدى ربحية الشركة المتحققة من المبيعات. فالشركة التي تحقق هامش ربح أعلى من مثيلاتها يدل على أن هذه الشركة أكثر فاعلية. وهناك نوعان من هامش الربح، هامش الربح التشغيلي، وصافي الربح:

$$\text{هامش الربح التشغيلي} = \frac{\text{الإيرادات قبل الفوائد والضرائب}}{\text{المبيعات}}$$

$$\text{صافي الربح} = \frac{\text{الإيرادات بعد الضريبة}}{\text{المبيعات}}$$

(ب) العائد على الموجودات Return on Assets

تدل هذه النسبة على مدى فاعلية إدارة الشركة وأدائها بخصوص موارد الشركة. وتحسب النسبة بقسمة الإيرادات بعد الضريبة على مجموع موجودات الشركة. ارتفاع النسبة يدل على أن الشركة تقوم باستغلال الموارد بشكل أفضل.

(ج) العائد على حقوق الملكية Return on Equity

تدل على مدى فاعلية إدارة الشركة في تعظيم ثروة ملاك الشركة.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن الاعتماد فقط على النسب المالية لتحليل أوضاع الشركات وبالتالي اتخاذ القرار الاستثماري بشأنها إذ لا بد من الاعتماد على أساليب أخرى لمعرفة القيمة العادلة للأسهم. وهذا ما يقودنا إلى الحديث عن الأساليب الأخرى المتبعة في عملية تقييم الأسهم.

1. الإيرادات Earnings

تعتبر الإيرادات العامل الرئيسي عندما يتم تقييم سهم الشركة. وفي الحقيقة فإن التحليل الأساسي يعني بالدرجة الأولى بإيرادات الشركة. ومن المعروف أن الإيرادات تمثل المتبقي من الأرباح بعد قيام الشركة بدفع المصاريف المترتبة عليها. إن الإيرادات تحظى بأهمية كبرى بالنسبة لأي مستثمر كونها تعطي مؤشر عن الأرباح المتوقعة توزيعها على المساهمين وكذلك على فرص نمو الشركة في المستقبل.

وهذا لا يعني بالضرورة أن الإيرادات المنخفضة أو حتى السالبة لأي شركة أن أسهمها غير جيدة للاستثمار بها. فهناك الشركات الناشئة التي ترغب في النمو من أجل الحصول على حصة في السوق لا تقوم عادة بتوزيع أرباح أو انه في بعض الأحيان تظهر هذه الشركات خسائر. لذلك فإن الأساس في تحليل سهم شركة هو تحليل كافة البيانات المالية للشركة من خلال دراسة قوائمها المالية لمعرفة حقيقة سهم هذه الشركة وبالتالي اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

2. ربحية السهم Earnings Per Share

إن مقارنة إيرادات عدة شركات عادة لا يعتبر خطوة جيدة حيث أن صافي الإيرادات عادة لا تبين عدد الأسهم القائمة. ولذلك حتى يكون موضوع مقارنة الإيرادات ذات معنى لا بد من النظر إلى إيرادات السهم الواحد. ويتم الوصول إلى هذه النسب من خلال قسمة صافي إيرادات الشركة على عدد الأسهم القائمة. فعلى سبيل المثال لنفرض أن شركة الأسمدة قد حققت أرباح مع نهاية العام 10 مليون دولار وأن عدد الأسهم القائمة لدى هذه الشركة يبلغ

5 مليون سهم، فهذا يعني أن إيراد السهم الواحد لهذه الشركة يبلغ 2 دولار. وجدير بالذكر أنه يمكن أيضاً احتساب إيراد السهم الواحد للسنة القادمة من خلال توقع حجم الأرباح للشركة حيث سيتم التطرق إلى هذا الموضوع لاحقاً.

3. نسبة السعر / الإيرادات Price/ Earning Ratio

تعتبر نسبة الإيراد للسهم الواحد مقبولة لمقارنة الإيرادات بين عدة شركات ولكن هذه النسبة لا تعطي أي مدلول عن الكيفية التي يقيم بها السوق سهم الشركة. لذا يتم احتساب نسبة سعر السهم إلى الإيرادات لمعرفة ما هي القيمة التي يكون بها المستثمر مستعد لدفعها مقابل سهم الشركة. وتحتسب هذه النسبة بقسمة سعر سهم الشركة على إيراد هذا السهم. فعلى سبيل المثال لو كان سعر سهم شركة الأسمدة يساوي 50 دولار وأن ربحية السهم الواحد تساوي 5 دولار فتكون عندئذٍ نسبة سعر السهم إلى الإيراد 10.

فإذا كانت هذه النسبة مرتفعة، فإن ذلك يدل أن المستثمرون يرغبون في شراء أسهم هذه الشركة ذات القيمة المرتفعة. ولغاية المقارنة ربما لم تحقق بعض الشركات أرباح وبالتالي لا يمكن احتساب هذه النسبة لها، عندئذٍ يلجأ المستثمر إلى احتساب نسبة السعر إلى المبيعات Price-to-Sales Ratio.

4. نسبة السعر إلى نمو الإيرادات Price to Earning Growth Ratio

ربما يتبادر إلى ذهن المستثمر على أن السهم ذات السعر المرتفع مقارنة مع إيرادات هذا السهم بأنه مقيم بأكثر مما يجب Overvalued. في الحقيقة يمكن أن يكون هذا التخوف غير صحيح. قد يكون ارتفاع سعر السهم مقارنة مع إيرادات هذا السهم مبعثة النمو الكبير المتوقع لإيرادات هذه الشركة في المستقبل وبالتالي ارتفاع سعر هذا السهم.

وهناك نسبة أخرى يمكن استخدامها لمعرفة حجم النمو المتوقع على إيرادات الشركة. هذه النسبة سعر السهم مقارنة بحجم النمو في الإيرادات. وتحتسب هذه النسبة ببساطة بقسمة نسبة

سعر السهم إلى إيراداته على نسبة النمو المتوقع في الإيرادات للسنة القادمة. لذلك السهم التي تكون نسبة السعر إلى الإيرادات 40 وأن نسبة النمو بالإيرادات 20% تكون نسبة السعر إلى النمو تساوي 2. وبشكل عام كلما قل هذا الرقم، كلما كانت قيمة السهم أفضل لأن المستثمر يدفع أقل في هذا السهم مقابل كل وحدة من نمو الإيرادات.

5. العائد على توزيع الأرباح Dividend Yield

تقيس هذه النسبة العائد التي تدفعه الشركة إلى المساهمين على شكل توزيع أرباح. وتحتسب هذه النسبة بقسمة نصيب السهم الواحد من توزيع الأرباح على سعر السهم. فعلى سبيل المثال إذا كان نصيب السهم الواحد من الأرباح 2 دولار وأن سعر هذا السهم يبلغ 40 دولار، يعني أن العائد على توزيع الأرباح للسهم هو 5%. تكون عادة هذه النسبة مرتفعة في الشركات الكبيرة التي تدفع توزيعات أرباح وتكون أقل في الشركات الناشئة، وربما لا تكون هذه النسبة لدى الشركات المنشأة حديثاً كونها لا تقوم بتوزيع الأرباح.

6. نسبة توزيع الأرباح Dividend Payout Ratio

تبين هذه النسبة حصة المساهمين من إيرادات الشركة التي تدفع على شكل توزيع أرباح. وتحسب هذه النسبة بقسمة حصة السهم من توزيع الأرباح على أيراد السهم الواحد. لذلك إذا كانت الشركة تدفع 1 دولار للسهم الواحد على شكل توزيع أرباح وكانت ربحية السهم الواحد 2 دولار بالسنة يعني أن نسبة توزيع الأرباح هي 50%. بعبارة أخرى أن الشركة قامت بدفع 50% من إيراداتها على شكل توزيع أرباح.

إن ارتفاع هذه النسبة يدل أن الشركة ليس لديها فرص استثمارية مستقبلية وبالتالي تقوم بتوزيع نسبة كبيرة من إيراداتها على شكل توزيع أرباح. هذا بالطبع لا يعني بالضرورة شيء جيد أو غير جيد حيث أن الشركات التي لا زالت في طور النمو تكون النسبة لديها منخفضة مقارنة بالشركات ذات النمو الكبير.

7. نسبة السعر/ المبيعات Price/ Sales Ratio

وتحتسب هذه النسبة بقسمة سعر سهم الشركة على حصة كل سهم من المبيعات. هذا يعني أن الشركة التي يتداول سهمها بمقدار 1 دولار وأن حصة السهم من المبيعات 2 دولار تكون نسبة السعر/ المبيعات 0.5. تكون في العادة النسبة التي تقل عن واحد نسبة مفضلة للاستثمار. ولكن يجب أن يكون المستثمر حذر في استخدام هذه النسبة حيث أحياناً يكون لدى الشركة مبيعات ضخمة ولكنها تكون غير مربحة. وتستخدم هذه النسبة عادة في الشركات التي لا تحقق إيرادات وبالتالي عدم إمكانية احتساب إيرادات السهم الواحد.

8. القيم الدفترية Book Value

تحتسب هذه القيمة كما أسلفنا سابقاً بطرح موجودات الشركة من مطلوبات الشركة. وهي القيمة المتبقية من الموجودات بعد استبعاد المطلوبات في حال تصفية الشركة. ولأن الشركات عادة تنمو وتحقق أرباح في المستقبل فإن قيمة الشركة الحقيقية تكون أعلى من ما تظهره القيمة الدفترية. ولهذا تكون هذه النسبة مهمة للمستثمرين الباحثين عن سوية السهم وليس عن النمو. ولمقارنة هذه النسبة لعدة شركات فإنه يتم احتساب هذه النسبة بقسمة القيمة الدفترية على عدد الأسهم القائمة.

9. السعر/ القيمة الدفترية Price/ Book Value

وتحتسب هذه النسبة بقيمة سعر السهم على قيمته الدفترية. فعلى سبيل المثال إذا كان سعر سهم شركة ما يباع في السوق في 100 دولار وأن القيمة الدفترية للسهم تساوي 5 دولار، فإن نسبة السعر إلى القيمة الدفترية هي 20. كلما ارتفعت هذه النسبة، كلما كان السوق يدفع علاوة أكبر من ما تبرره موجودات الشركة. وتحظى هذه النسبة باهتمام المستثمرين الباحثين عن القيمة.

10. العائد على حقوق الملكية Return on-equity

تبين هذه النسبة مقدار الأرباح التي حققتها الشركة بالنسبة إلى القيمة الدفترية للسهم. وتحتسب هذه النسبة بقسم الأرباح بعد الضرائب على حقوق الملكية (الموجودات - المطلوبات). وتقيس هذه النسبة مدى فاعلية الشركة في تحقيق الأرباح في ظل موارد حقوق الملكية المتوفرة لديها. وينظر عادة المستثمرون إلى النسبة المرتفعة والمتنامية.

ب- نموذج الخصم

من خلال استعراضنا لأهم النسب التي يتم استخدامها في تقييم الأسهم يلاحظ أن معظمها يتم احتسابه من خلال الاعتماد على بيانات تاريخية. أن القرار الاستثماري عادة يعنى بالمستقبل ولذلك لا بد من الاطلاع على أسلوب الخصم في تقييم الأسهم والذي يعتمد على التوقعات المستقبلية للشركة. وقبل التطرق إلى ذلك لا بد من استعراض مفهوم القيمة الزمنية للنقود ومفهوم القيمة الحالية كونها الأساس في عملية التحليل المزمع استعراضه لاحقاً.

(1) القيمة الزمنية للنقود Time Value of Money

من المبادئ الرئيسة التي يعتمد عليها القرار الاستثماري هو القيمة الزمنية للنقود، بمعنى توقيت التدفقات النقدية التي تحدد جدوى المشروع الاستثماري من عدمه. من البديهي أن 100 دولار اليوم أفضل من 100 دولار في المستقبل وهناك عدة أسباب لذلك:

1. *المخاطر:* حيث أن 100 دولار اليوم مؤكد الحصول عليها في حين أن 100 دولار المستقبلي يعتبرها نوع من عدم التأكد في الحصول عليها حسب المقولة "عصفور باليد أفضل من عشرة على الشجرة".
2. *التضخم:* إن القوة الشرائية للنقود تنخفض بارتفاع التضخم الذي قد يحدث مستقبلاً.
3. *تفضيل الاستهلاك:* معظم الأشخاص لديهم النزعة في تفضيل الاستهلاك الحالي على الاستهلاك المستقبلي.

هذه العوامل مجتمعة تدفع بضرورة أن يكون القرار الاستثماري المستقبلي مبني على أسس صحيحة أخذاً بالاعتبار جميع هذه العوامل.

الأهم من كل هذه العوامل هو أن النقود كأى سلعة يمكن تأجيرها والحصول على عائد مقابل ذلك والشركات التي يكون لديها حجم كبير من السيولة تخسر عادة العائد على هذه النقود فيما لو تم توظيفها في قنوات التوظيف المتاحة كالودائع لدى البنوك مثلاً. لذلك عند الحديث عن العائد الذي يطلبه المستثمر على أمواله فإن ذلك يتضمن:

- تعويض المستثمر عن ضياع الفرص البديلة لاستثمار أمواله فيها مثل الأدوات المالية خالية المخاطر. يقصد بالأدوات خالية المخاطر تلك الصادرة عن الحكومات مثل السندات الحكومية حيث أن مخاطر هذه الأدوات يكاد يكون معدوماً على افتراض أن الحكومات قادرة على تسديد التزاماتها ولا يوجد هناك احتمالية لإفلاس الحكومة.

- التعويض عن المخاطر وعن تناقص القوة الشرائية للنقود.

لذلك أنه من الضروري وقبل الحديث عن تقييم الأسهم والسندات إعطاء فكرة عن مفهوم القيمة الزمنية للنقود باعتبارها عامل رئيسي في هذا التحليل.

(2) القيمة الحالية Present Value

وتمثل هذه القيمة للتدفقات النقدية بعد خصمها بسعر خصم مناسب. وعند الحديث عن القيمة الزمنية للنقود أوضحنا أن 100 دولار اليوم أفضل من 100 دولار بعد سنة حيث أن وجود 100 دولار اليوم تمكن الشخص من استثمارها مثلاً بفائدة بنسبة 10% فإنه سيحصل على 110 دولار بنهاية السنة وكذلك فإن الشخص سيكون له الخيار إما 100 دولار اليوم أو 110 دولار بعد سنة.

ويمكن الوصول إلى القيمة الحالية وذلك بقسمة التدفقات النقدية على (1 + سعر الفائدة) فمثلاً:

$$100 = \frac{110}{(1+0.1)} = \text{القيمة المستقبلية}$$

$$\text{القيمة الحالية} = \frac{\text{القيمة المستقبلية}}{(1 + \text{سعر الفائدة})^n}$$

فمثلاً القيمة الحالية إلى 133 دولار يمكن الحصول عليها بعد ثلاثة سنوات مخصومة بسعر 10%.

$$100 = \frac{133}{1.33} = \frac{133}{(1+0.10)^3} = \text{القيمة الحالية}$$

مما سبق يتضح بأنه من الأهمية بمكان أن يتم الأخذ بعين الاعتبار القيمة الحالية للتدفقات النقدية وذلك من أجل احتساب قيمتها العادلة الزمنية. وهذا ما سيتم التعرض له عند الحديث عن نموذج الخصم.

(3) خصم التدفقات المتوقعة

كيف يستطيع المستثمر أن يقرر فيما إذا كان السهم مقيم بأكبر مما يجب "Over-valued" أو أنه يتم تداوله بالسعر العادل لهذا السهم أو أنه مقيم بأقل مما يجب "Under-valued". يمكن الإجابة على هذا التساؤل من خلال استخدام مفهوم القيمة الحقيقية "Intrinsic Value". ففي هذه الحالة إذا كانت كل المعلومات متوفرة بخصوص النمو المستقبلي المتوقع للشركة، بيانات المبيعات لدى الشركة، التكاليف التشغيلية وهيكل الصناعة التي تعمل به الشركة، فإنه يمكن دراسة هذه المعلومات وبالتالي تقدير القيمة الحقيقية للسهم.

إن سعر السهم السوقي يتجه عادة نحو القيمة الحقيقية. فإذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أعلى من سعر السهم السوقي، فإن المستثمر سيقوم بشراء هذا السهم. ولكن إذا كانت القيمة الحقيقية أقل من السعر السوقي فإن المستثمر الرشيد سيقوم بالتخلص من هذا السهم.

إن عملية التحليل الأساسي تتطلب دراسة الوضع الحالي والمستقبلي للظروف الاقتصادية التي تعمل بها الشركة مثل دراسة اتجاه أسعار الفائدة سواء على المدى القصير والمتوسط والطويل. بعد ذلك يتم دراسة وتحليل وضع الشركة نفسها. ومن العوامل التي يجب أن يتم أخذها بعين الاعتبار الميزة التنافسية لهذه الشركة مثل انخفاض التكلفة لدى الشركة، تفوقها التكنولوجي، قنوات التوزيع... الخ. كذلك يجب النظر بعمق إلى خبرة الإدارة التي تدير الشركة. كفاءتها، والأداء التاريخي ودقة التنبؤ بالإيرادات والتكاليف، فرص النمو المتاحة لدى هذه الشركة وغيرها.

في الحقيقة كل العوامل التي ذكرتها سابقاً تعطي بالنهاية فكرة موضوعية عن وضع الشركة وعن الوضع الاقتصادي بشكل عام من أجل الوصول إلى تصور حقيقي وكمي عن وضع الشركة وحتى يكون التحليل أكثر عمقاً لا بد من استخدام أسلوب ما يسمى نموذج خصم التوزيعات.

عندما يتم استخدام نموذج خصم التدفقات والتوزيعات يجب النظر إلى سياسة التوزيع وكذلك نوعية القطاع التي تعمل به الشركة من أجل استخدام نموذج الخصم المناسب. وباستخدام هذا النموذج يتم تقدير القيمة الحقيقية للسهم والمتمثلة في خصم توزيعات الأرباح المستقبلية بسعر خصم مناسب. هناك ثلاثة أنواع من نماذج التوزيعات وهي:

- (أ) نموذج النمو الصفري Zero-Growth Model
- (ب) نموذج النمو الثابت Constant-Growth Model
- (ج) نموذج النمو المتغير Variable-Growth Model

(أ) نموذج النمو الصفري Zero-Growth Model

يستخدم هذا النموذج في الأسهم التي تتصف بتوزيعات الأرباح عليها بعدم النمو مثل الأسهم الممتازة. وفي هذه الحالة يكون النموذج:

$$P = D_t / K_e$$

حيث أن:

P = القيمة الحقيقية للسهم

D_t = توزيعات الأرباح المتوقعة

K_e = سعر الخصم المناسب

ولتوضيح ذلك دعنا نفترض أن شركة ما ترغب في الحصول على تمويل عن طريق طرح أسهم ممتازة علماً بأن الشركة قامت بتوزيع 5 دولار على هذا النوع من الأسهم في العام الماضي وأن العائد الذي يطلبه المستثمر حالياً يبلغ 5%.

باستخدام المعادلة المشار إليها أعلاه فإن السعر المناسب الذي يباع به السهم سيكون $\frac{5}{0.05}$ = 100 دولار.

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

(ب) نموذج النمو الثابت Constant-Growth Model

$$P = D_t / (K_e - g)$$

حيث أن:

P = القيمة الحقيقية للسهم

D_t = توزيعات الأرباح المتوقعة

K_e = سعر الخصم المناسب

g = نسبة نمو توزيعات الأرباح

لنفرض أن شركة ما قامت بتوزيع 3 دولار للسهم الواحد العام الماضي ويتوقع أن تنمو نسبة التوزيع بحوالي 10% سنوياً. ما هي القيمة التي يمكن أن تعطىها لسهم هذه الشركة إذا كان معدل العائد في السوق هو 12%. باستخدام النموذج أعلاه فإن سعر السهم سيكون:

$$\frac{3(1 + .10)}{(0.12 - 0.10)} = \frac{3.3}{0.02} = 165$$

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 إلى تقييم أسهم الشركات الناشئة التي هي في طور النمو. لذلك يتم استخدام نموذج التوزيعات المتغيرة.

(ج) نموذج النمو المتغير Variable-Growth Model

ويستخدم هذا النموذج في تقييم أسهم الشركات التي تمتاز توزيعات الأرباح فيها بعدم الاستقرار. والنموذج الذي يستخدم في التقييم هو:

$$P = \sum_{t=1}^n \left[\frac{D_0(1 + g_1)^t}{(1 + K_e)^t} \right] + \sum_{t=n}^{\infty} \left[\frac{D_n(1 + g_2)^t - n}{(1 + K_e)^t} \right]$$

حيث أن:

g_1 = نسبة النمو المتوقعة في توزيعات الأرباح للمرحلة الأولى

g_2 = نسبة النمو المتوقعة في توزيعات الأرباح لمرحلة النضوج

P = القيمة الحقيقية

D_0 = توزيعات الأرباح المتوقعة في المرحلة الأولى

D_n = توزيعات الأرباح خلال فترة النضوج

K_e = سعر الخصم المناسب

مثال:

قامت الشركة الوطنية بتوزيع أرباحاً على المساهمين بمعدل 3 دولار للسهم الواحد في العام الماضي ويتوقع أن تنمو الأرباح الموزعة بنسبة 21% لمدة خمسة سنوات ثم تعود لتستقر النسبة على معدل 6%. ما هي القيمة التي يمكن أن تعطىها لسهم هذه الشركة علماً بأن العائد المطلوب للاستثمار هو 14%.

خطوات الحل:

1. يتم احتساب النمو المتراكم بالتوزيعات لمدة خمسة سنوات ونسبة 21% سنوياً.
2. يتم احتساب القيمة الحالية لهذه التدفقات المتوقعة.
3. يتم احتساب القيمة الحالية للسهم في حالة أن يكون معدل النمو 6% وإلى مالا نهائية.
4. يتم جمع كل من القيمة الحالية في الفترة الأولى مع القيمة الحالية في فترة النمو الثانية وبذلك يكون ذلك سعر السهم.

السنة	النمو في التوزيعات بنسبة 21%	سعر الخصم 14%	القيمة الحالية
0	3	0	0
1	3.63	0.877	3.18
2	4.39	0.769	3.38
3	5.31	0.675	3.58
4	6.42	0.592	3.80
5	7.77	0.519	4.03
			\$17.97

القيمة الحالية في الفترة الأولى بالنسبة إلى قيمة السهم هي 17.97\$. أما القيمة الحالية للفترة الثانية فتحسب كالآتي:

$$\frac{7.77(1 + .06)}{(0.14 - 0.6)} = 102.95$$

القيمة الحالية لهذه النتيجة هي:

$$102.95 \times 0.519 = \$53.4$$

$$P = 53.4 + 17.97 = \$71.4$$

قيمة السهم في ضوء النمو في التوزيعات الأولى والثانية \$71.4. فإذا كان سعر سهم هذه الشركة يتداول في السوق بمبلغ \$80 معنى ذلك أن هذا السهم مقيم بأكبر مما يجب وبالتالي يجب التخلص منه. وإذا كان مثلاً يتداول بسعر \$65 معنى ذلك أن السهم مقيم بأقل مما يجب وبالتالي فإنه جيد للاستثمار.

وربما يتساءل القارئ عن كيفية احتساب النمو المتوقع في توزيعات الأرباح. وللإجابة على هذا السؤال فإن احتساب النمو المتوقع في توزيعات الأرباح يستند إلى البيانات التاريخية السابقة عن التوزيعات إذ من خلالها يتم احتساب الوسط الهندسي الذي يمثل نسبة النمو المتوقعة. ولتوضيح ذلك نعطي المثال التالي:

لنفرض أن شركة ما قامت بدفع 80 سنت بالسهم على شكل توزيعات أرباح مه نهاية هذا العام وخلال الأربع سنوات الماضية قامت بتوزيع 68، 73، 74، 77 سنت لكل سهم على التوالي. ما هي القيمة التي يمكن أن تعطىها لسهم هذه الشركة إذا كان معدل العائد الذي يطلبه المستثمر يبلغ 15%.

أولاً، لاحتساب النمو المتوقع في توزيعات الأرباح يتم الاستناد على توزيعات الأرباح السابقة التي قامت الشركة بدفعها حيث يتم احتساب الوسط الهندسي لتلك التوزيعات كالتالي:

التوزيعات	نسبة التوزيعات الحالية / السابقة
1	68
2	73
3	74
4	77
5	80

$$= \sqrt[4]{1.073 \times 1.013 \times 1.040 \times 1.038} - 1 = \sqrt[4]{1.17338} - 1$$

$$= 1.040 - 1 = 4\% = \text{نسبة النمو}$$

$$\text{إذا سعر السهم} = \frac{80(1 + 0.04)}{(0.15 - 0.04)} = \$7.6$$

2. التحليل الفني Technical Analysis

ويستخدم في التحليل الفني عدة رسومات ومنحنيات لمعرفة اتجاه سوق الأسهم ومحاولة التنبؤ ماذا سيحدث مستقبلاً. إن التحليل الفني لا يعبر أي اهتمام إلى المعلومات النوعية بخصوص الشركة مثل إدارة الشركة، القطاع التي تعمل به الشركة،...إلخ. ولكن يعتقد أنه يتم التنبؤ بسعر السهم المستقبلي من خلال تفحص الأسعار التاريخية أو السابقة وعوامل أخرى ذات علاقة.

وتوجه انتقادات لأراء المحلل الفني على أنه ضرب من الخيال وأنه ينظر إليه على أنه مضیعة للوقت والجهد. أضف إلى ذلك إلى أنه لو كان التحليل الفني على درجة عالية من

الدقة لحقق كثيراً من المحللين الفنيين الثراء الفاحش من خلال معرفة ما سيؤول إليه سوق الأسهم. يقوم المحلل الفني باستخدام عدة مصفوفات كمية من أجل التنبؤ بسعر الأسهم وهي:

أ- مستوى الدعم Support Level

هو المستوى (برأي المحلل الفني) الذي يعتقد بأن سعر السهم لن يقل عنه أو يتخطاه.

ب- مستوى المقاومة Resistance Level

وهو عكس مستوى الدعم أي أنه أعلى مستوى يمكن أن يصل إليه سعر السهم ولا يمكن أن يتجاوزه.

ج- الانكسار Breakout

إذا تجاوز سعر السهم مستوى المقاومة أو الدعم فإنه يقال أن السهم في انكسار.

د- الخط المتناقص المتقدم Advance-Decline Line

عدد الإصدارات المرتفعة مطروح منها عدد الإصدارات المتناقصة مضافة إلى المجموع المتراكم.

هـ- المعدلات المتحركة Moving Averages

من أهم المتغيرات شائعة الاستعمال في التحليل الفني هو المتوسط المتحرك للسهم. وهو متوسط سعر البيع للسهم خلال عدة فترات زمنية 20، 30، 50، 100، 200 يوم. يتم استخدام بيانات المتوسطات المتحركة لرسم منحنى لبيان إن كان سعر السهم بالصعود أو النزول. ويمكن استخدامها لغايات يومية، أسبوعية، شهرية.

كل يوم جديد يضاف إلى المتوسط ويتم إسقاط اليوم الأقدم لذلك فإن المعدل أو المتوسط يتحرك عبر الزمن. بشكل عام كلما قصرت مدة الفترة الزمنية المستخدمة ستكون الأسعار أكثر تقلباً. فعلى سبيل المثال الأسعار في فترة 20 يوم ستكون أكثر تقلباً صعوداً ونزولاً من فترة 200 يوم.

و- القوة النسبية **Relative Strength**

يستخدم هذا الأسلوب من أجل مقارنة أداء سهم معين مقابل أداء السوق بشكل عام. ويتم احتساب قوة السهم النسبية وذلك باحتساب نسبة التغير في سعر السهم خلال فترة زمنية ووضعها على مقياس من 1-100 مقابل كافة الأسهم في السوق.

فعلى سبيل المثال سهم ذات قوة نسبية 90 يعني أن السهم قد ارتفع سعره خلال السنة بأكثر من 90% من أسهم السوق كافة. معظم المحللين الفنيين يرغبون في الأسهم ذات القوة النسبية الكبيرة معتقدين أن عملية الارتفاع تستثمر في حين يرى الآخرون أن ارتفاع القوة النسبية يعني أن هناك تهاقت مبالغ فيه على شراء السهم وأن سعر السهم قد يبدأ في الانخفاض.

ز- العزم **Momentum**

ويتم الاعتماد في هذا الأسلوب على الاستفادة من التقلبات في سعر السهم والإيرادات انخفاضاً أو ارتفاعاً. ويعتقد المستثمر بأن هذه الأسهم ستستمر في هذا الاتجاه لأن هناك عزم وراء ذلك. فمثلاً سيكون هناك مستثمرين للأسهم التي تنصف بالسخونة في وقت من الأوقات. وعادة لا ينظر إلى هذا النوع من الأسهم على أنها ستكون مفيدة على المدى الطويل ولكن يعتقدون أن الناس على المدى القصير يستثمرون في الشراء ويتوقيت معين الأمر الذي ينطوي عليه بعض المخاطر.

ح- الرسوم البيانية Charts

تعتبر الرسوم البيانية من الأدوات الرئيسية التي يستخدمها المحلل الفني من أجل التنبؤ بأسعار الأسهم. وهناك عدة أنواع من الرسوم البيانية مثل الخطوط، الأعمدة،... إلخ.

خامساً: استراتيجيات الأسهم Stock Strategies

هناك عدة أساليب للاستثمار في الأسهم ندرج أهمها:

1. أسهم الشراء والاحتفاظ Buy and Hold

إن أسلوب الشراء والاحتفاظ بالنسبة إلى أسهم يستند على الافتراض بأنه على المدى الطويل فإن قيمة الأسهم سوف ترتفع مستقبلاً. إن البيانات التاريخية أو الحكمة السائدة تدعم هذا الاتجاه.

إن المنطق وراء هذا التوجه هو أن الاقتصاد في أي دولة سيكبر مع مرور الزمن وبالتالي فإن أرباح الشركات ستزداد وكذلك الأسعار وتوزيعات الأرباح بالتبعية. يمكن أن يكون هناك تذبذبات في المدى القصير نتيجة لتذبذب الدورة الاقتصادية أو التضخم ولكن في النهاية ستستقر هذه الأمور وسينمو السوق. ومن فوائد استراتيجية الشراء والاحتفاظ هو تخفيض عمولة الاتجار بالأسهم وكذلك خفض الضرائب نتيجة لعدم الاتجار باستمرار بالأسهم.

2. توقيت السوق Market Timing

هذه سياسة عكس الشراء والاحتفاظ حيث يعتقد المستثمرون الذين يتبعون هذه الاستراتيجية أنه بإمكانهم التنبؤ بالأسعار عندما ترتفع أو تنخفض. لذلك أنه من المناسب أن يتم الشراء عندما تكون الأسعار منخفضة والبيع عندما ترتفع الأسعار. ويمكن أن يتم استخدام التحليل

الأساسي أو الفني أو كلاهما لممارسة هذه الاستراتيجية إلا أن هناك صعوبات تعتري متبع هذه الاستراتيجية أهمها:

- أنه من الصعوبة بمكان معرفة عندما يكون السوق مرتفع أو منخفض إذ أن السوق المرتفع سيته بالارتفاع والسوق المنخفض سيته بالانخفاض.
- تأكل الأرباح نتيجة لحجم العمولات التي يتم دفعها نتيجة لحجم الصفقات المستمرة خاصة تلك صغيرة الحجم.
- هامش السعر سوف يؤدي إلى تأكل الأرباح خاصة للأسهم ضعيفة التداول.

3. أسهم النمو Growth

يهتم هذا النوع من المستثمرين بجانب واحد من الشركة ألا وهو نمو الأرباح. ويعتقدون أن الشركات ذات النمو المرتفع في الأرباح سينعكس ذلك على أسهمها الذي سترتفع باستمرار نتيجة لرغبة المستثمرين في امتلاك أسهم هذا النوع من الشركات. لذلك فإن هذا النوع من المستثمرين يهتم بالإيراد للسهم الواحد ومدى تغير ذلك من فترة إلى أخرى وكذلك نمو الأرباح.

بعض المساهمين يقوم بمقارنة نسبة السعر/ الإيرادات بنسبة النمو السنوية للإيرادات لمعرفة المبلغ الذي سيدفعه السوق في ظل نسبة نمو إيرادات معينة. وينشط الاتجار بهذا النوع من الأسهم في الشركات الناشئة ولذلك فهذا النوع من الأسهم أكثر خطورة من بقية الأسهم.

4. أسهم القيمة Value Shares

يكون الهدف من الاستثمار في هذا النوع من الأسهم هو قيمتها الجاذبة للاستثمار حيث تكون هذه الأسهم عادة مقيمة بأقل من قيمتها العادلة. وتكون هذه الأسهم عادة للشركات ذات الأداء المالي الضعيف أو التي تعمل في قطاع غير مزدهر حيث يؤمل أن ترتفع قيمة السهم بتغير الظروف التي تم الإشارة إليها سابقاً.

5. أسهم النمو بسعر معقول Growth at a Reasonable Price

يكون هدف هذا النوع من المستثمرين البحث عن المساهمة في الشركات ذات النمو المعقول والمتوقع والتي تكون أسعار أسهمها مقيمة بأقل مما يجب. وهذا في الواقع هدف صعب تحقيقه لأن نمو الشراكة وأسعار أسهمها يسيران باتجاه مغاير ولكن هذا ليس مستحيل. أهم مؤشر ينظر إليه المستثمر هو نسبة السعر إلى نمو الإيرادات من أجل إيجاد أسهم معقولة السعر وذات إمكانية للنمو.

6. أسهم النوعية Quality Share

يهدف هذا النوع من المستثمرين إلى شراء الأسهم ذات النوعية العالية لشركات ممتازة. ويكون المعيار الأساسي لشراء هذا النوع من الأسهم هو تمتع الشركة بإدارة ذات نوعية مميزة.

7. أسهم الدخل Income Share

يهدف هذا النوع من المستثمرين إلى شراء الأسهم ذات توزيعات الأرباح العالية ويكون تركيزهم على ضمان استمرارية حصولهم على دخل من الاستثمار في هذه الأسهم ولا يهتمهم ارتفاع قيمة السهم. وتقع الشركات الكبيرة في هذا النوع من التصنيف. وهذا النوع من الاستثمار يشابه إلى حد كبير الاستثمار في السندات التي تدر دخل مستمر.

8. استراتيجيات متنوعة

من الاستراتيجيات المتبعة في الاستثمار في الأسهم تلك المتمثلة في استخدام مزيج من التحليل الأساسي والفني. فمثلاً هناك استراتيجية للشراء لأسهم التي يكون فيها نمو الإيرادات الحالي لا يقل عن 20%، ونسبة النمو في الإيرادات للخمس سنوات الماضية أن تكون بحدود 25%. كذلك الاستثمار بالشركات التي تقدم منتجات أو خدمات جديدة، والتي يكون عدد

الأسهم القائمة لا تزيد عن 30 مليون سهم وبالتالي يكون هناك فرصة للنمو في هذه الشركة. الاستثمار في الشركات الرائدة في مجال عملها، والتي يكون هناك فيها استثمارات مؤسسية مثل صندوق التقاعد، وكذلك أن يكون هناك اتجاه لصعود أو تحسن السوق الذي يرغب المستثمر أن يستثمر فيه.

ومن الاستراتيجيات المتبعة في الاستثمار في الأسهم هو استراتيجية السير في الاتجاه المغاير مثلاً شراء أسهم عندما يكون هناك تشاؤم عن وضع السوق وبيع الأسهم عندما يكون هناك تفاؤل. كذلك من الاستراتيجيات المتبعة هو مراقبة تصرفات الأشخاص الذين لهم علاقة وثيقة بالشركة Insiders كونهم الأكثر ماماً بالمعلومات عن وضع الشركة الحالي والمستقبلي.

9. البيع القصير Short Selling

يمثل البيع القصير أداة يستخدمها بعض الأشخاص للاستفادة من انخفاض أسعار الأسهم. يترتب على هذا النوع من الاستثمار مخاطر كونها تتطلب التوقيت المناسب والتصرف عكس اتجاه السوق حيث أن اتجاه أسعار الأسهم تاريخياً تميل إلى الارتفاع وبالتالي تتطلب عملية البيع القصير توقيت دقيق جداً.

أما عن آلية البيع القصير فلنفرض أن مستثمر يرغب في بيع 100 سهم لشركة ما ببيع قصير لأن هذا المستثمر يعتقد أن مبيعات هذه الشركة تتراجع وبالتالي يتوقع أن تنخفض إيرادات هذه الشركة. وعليه فإن الوسيط (سمسار) سيقوم باقتراض الأسهم من شخص يمتلكهم على أن يقوم الوسيط بإعادة هذه الأسهم إلى أصحابها لاحقاً. سيقوم المستثمر ببيع هذه الأسهم المقترضة في السعر الجاري للأسهم. عندما ينخفض قيمة هذه الأسهم لاحقاً في ضوء المعطيات التي تم ذكرها سابقاً (انخفاض المبيعات وبالتالي انخفاض الإيرادات) سيتم شراء هذه الأسهم وإعادتها إلى الوسيط الذي سيقوم بدوره بإعادتها إلى صاحبها الأصلي. وسيكون في هذه الحالة ربح هذا المستثمر الفرق بين سعر البيع للأسهم وسعر إعادة شرائها مرة أخرى وذلك بعد خصم عمولة الوسيط والتكاليف الأخرى.

وتتبع الخطورة في هذا النوع من الاستثمار في حالة عدم انخفاض سعر الأسهل بل على العكس ارتفاعها وهناك يتكبد هذا المستثمر تكاليف ارتفاع السعر وكذلك تلك المترتبة عليه للوسيط.

وهناك عدة مبررات لمثل هذا النوع من الاستثمار.

- هناك بعض المستثمرون لديهم القدرة على معرفة الشركات الجيدة وغير الجيدة وبالتالي الأسهم المقيمة بأكثر مما يجب وتلك المقيمة بأقل مما يجب.
- يركز كل من الوسطاء والمحليلين على عملية شراء الأسهم وليس عملية البيع حيث أن الأخبار الجيدة تكون معروفة أكثر من الأخبار السيئة عن الشركات. لذلك عندما يصدر المحلل توصية لبيع السهم، ستكون هناك صعوبة للحصول على المعلومات من الشركة، وعادة قلما تلجأ الشركات بإصدار سندات للحصول على التمويل وبالتالي وضوح وضعها المالي.
- هناك العديد من المؤسسات تنأى عن ممارسة هذا النوع من الاستثمار وبالتالي يكون هناك توافر في فرص البيع القصير التي يمكن استغلالها.
- المحافظ الاستثمارية التي تحوي المراكز الطويلة والقصيرة في الأسهم والتي تسير عادة في نفس الاتجاه، تكون أقل تذبذباً من المحافظ الاستثمارية التي تحوي على مراكز طويلة فقط. ولكن البيع القصير ليس عملية سهلة كما تبدو وهناك عدة محاذير بخصوص هذا النوع من الاستثمار.
- عدم محدودية الاتجاه سواء كان ارتفاعاً أو انخفاضاً بالنسبة إلى السعر معظم المستثمرون الذين يعملون في البيع القصير يضعون حدود لحجم الخسارة التي يمكن أن يتكبدوها، وبالتالي سيكونوا عرضة لتقصير الفترة. في حين يكون المستثمر صاحب المركز الأول بشراء الأسهم أثناء ارتفاع قيمة الأسهم ويرغب في الحصول عليها.

عندما يقدم المستثمر صاحب المركز القصير بالشراء لتغطية الخسائر فإن السعر سيستمر بالارتفاع وبالتالي دفع الكثير من أصحاب المراكز القصيرة للشراء لتغطية خسائرهم. وهنا تكمن المخاطر خاصة للشركات الصغيرة وذات السيولة المحدودة. الخطورة تكمن أيضاً إذا كان السعر مقيم بأكبر مما يجب وبالتالي يضطر صاحب المركز الصغير لشراءه لتغطية الخسائر وربما تزيد قيمة السهم بكثير عن قيمته الحقيقية أو العادلة. وفي هذه الحالة فإن المستثمر سيشتري أسهم ليس لأنها تستحق هذا الثمن ولكن فإن المستثمر يدفع السعر الذي يحدده السوق في المستقبل.

- تمنع هيئة الأوراق المالية عادة البيع القصير للأسهم المتجهة بالانخفاض وذلك لحرمان التجار من دفع سعر السهم إلى الهاوية من خلال البيع القصير، ثم إعادة شراء هذه الأسهم من أجل تحقيق أرباح كبيرة.

- لا تكون الأموال الناجمة عن البيع القصير في متناول البائع بل تكون في حساب كضمانة لمالك الأسهم التي تم اقتراضها وبالتالي لا يحقق البائع عليه أي عائد.

- على المستثمر أن يقوم بإعادة توزيع الأرباح التي حصل عليها صاحب السهم الأصلي.

- يمكن أن تستحوذ شركة ما على الشركة التي يكون المستثمر بها ذو مركز قصير وبالتالي يؤدي الاستحواذ إلى رفع قيمة أسهم هذه الشركة.

- لا تكون الأسهم متوفرة باستمرار لممارسة البيع القصير:

- الشركات التي تكون هدف للبيع القصير.

- الشركات التي يصعب تقييمها.
- الشركات التي تكون لديها نسبة السعر/ الإيراد أعلى مما تبرره نسب النمو لهذه الشركة.

- الشركات ذات المنتجات والخدمات الرديئة.
- الشركات المقبلة على تنافس شديد.
- الشركات ذات المؤشرات المالية الضعيفة.
- الشركات التي تعتمد بإنتاجها على منتج واحد.

سادساً: قياس المخاطر The Measurement of Risk

تلعب المخاطر دوراً مهماً في عملية اتخاذ القرار الاستثماري سواء كان على مستوى الأفراد أو المؤسسات، لذلك يجب قياس مستوى مخاطر الاستثمار. تقاس مخاطر الأسهم بالانحراف المعياري للعوائد والذي يحسب إما على أساس العوائد التاريخية أو العوائد المتوقعة في المستقبل.

- احتساب المخاطر والعوائد باستخدام الاحتمالات.

نفرض أن لدينا سهم A وسهم B وكما في الجدول التالي:

A		B	
احتمالات A	العائد %	احتمال B	العائد على B %
0.05	10	.05	18
0.20	20	.25	12
0.50	20	0.40	28
0.20	25	0.25	28
0.05	25	0.05	38
1.00		1	

يبين الجدول أعلاه العوائد المحتملة على كل من سهم A، B ولاحتماب العائد المتوقع على السهم فإنه يمكن استخدام المعادلة التالية:

العائد المتوقع = احتمالية الحدوث x العائد

$$\sqrt{\sum_{i=1}^n P_i X(R_i - \bar{R}_i)^2} = \text{الانحراف المعياري}$$

حيث:

P_i : احتمالية الحدوث:

R_i : العائد المتوقع:

\bar{R}_i : متوسط العائد المتوقع:

من المعلومات أعلاه يمكن احتساب العائد المتوقع والانحراف المعياري لكلا السهمين.

العائد المتوقع للسهم A:

$$(0.05 \times 10) + (0.20 \times 20) + (0.50 \times 20) + (0.20 \times 25) + (0.05 \times 25) = 20.75 \%$$

العائد المتوقع للسهم B:

$$(0.05 \times 18) + (0.25 \times 12) + (0.40 \times 28) + (0.25 \times 28) + (0.25 \times 28) + (0.05 \times 38) = 24\%$$

الانحراف المعياري للسهم A

$$[(0.05 \times (10-20.75)^2) + (0.20 \times (20-20.75)^2) + (0.50 \times (20-20.75)^2) + (0.25 \times (28-24)^2) + (0.05 \times (38-24)^2)]^{1/2} = 7.62\%$$

الانحراف المعياري للسهم B

$$((0.05 \times (18-24)^2) + (0.25 \times (12-24)^2) + (0.40 \times (28-24)^2) + (0.25 \times (28-24)^2) + (0.05 \times (38-24)^2))^{1/2} = 7.62\%$$

يلاحظ أن السهم B له عائد متوقع أعلى من السهم A وبالتالي مخاطر أعلى.

احتساب المخاطر والعوائد باستخدام البيانات التاريخية:

لغرض احتساب المخاطر والعوائد باستخدام بيانات تاريخية، فإنه يمكن احتساب كل من الوسط والانحراف المعياري بالنسبة إلى عوائد السهم لعدة سنوات وحسب المعادلتين التاليتين:

$$\frac{\sum_{i=1}^n R_i}{n} = \text{الوسط}$$

$$\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R}_i)^2}{n}} : \text{الانحراف المعياري}$$

حيث أن:

R_i العائد على السهم:

\bar{R}_i متوسط العائد على السهم:

n عدد المشاهدات:

ولتوضيح ذلك، الجدول أدناه يتضمن بيانات تاريخية لسهمين A و B خلال فترة الخمس سنوات.

السنة	العائد على A	العائد على B
0	14	14.8
1	12.6	-7.8
2	-9.0	19.9
3	5.6	-5.9
4	6.6	24.5

باستخدام البيانات التاريخية أعلاه، فإن متوسط العائد على السهم A هو:

$$(14 + 12.6 - 9 + 5.6 + 6.5)/5 = 5.96\%$$

متوسط العائد على السهم B هو:

$$(14.8 - 7.8 + 19.9 - 5.9 + 24.5)/5 = 9.10\%$$

الانحراف المعياري بالنسبة إلى السهم A:

$$\begin{aligned} & ((14 - 5.96)^2 + (12.6 - 5.96)^2 + (-9 - 5.96)^2 + (5.6 - 5.96)^2 + \\ & (6.6 - 5.96)^2) / 5)^{1/2} = 8.16\% \end{aligned}$$

الانحراف المعياري بالنسبة إلى السهم B

$$\begin{aligned} & ((14.8 - 9.10)^2 + (-7.8 - 9.10)^2 + (19.9 - 9.10)^2 + (-5.9 - 9.10)^2 + \\ & (24.5 - 9.10)^2 / 5)^{1/2} = 13.39\% \end{aligned}$$

يلاحظ أن العوائد التاريخية على السهم B أعلى منها لدى A وكذلك الانحراف المعياري. مما يعني أن كلما زادت المخاطر كلما زادت العوائد.

سابعاً: السندات Bonds

السند هو أداة دين يباع من قبل الشركات أو الحكومات بغرض الحصول على الأموال. ويكون مالك السند (المستثمر) هو الدائن للشركة وليس مالك في الشركة كما هو الحال في الأسهم.

معظم السندات تتضمن عبارة بأن المصدر (المقترض أو بائع السند) يتعهد بدفع إلى المستثمر (المقرض أو حامل السند) سلسلة من الدفعات النقدية كل ستة شهور بالإضافة إلى مبلغ واحد عند نهاية عمر السند. ويتم تحديد الدفعات من خلال ضرب سعر فائدة السند بالقيمة الاسمية لهذا السند. معظم السندات تكون ذات قيمة اسمية تبلغ 1000 دولار حيث تكون هذه القيمة مطبوعة على السند وكذلك سعر الفائدة على هذا السند. فعلى سبيل المثال إذا قامت شركة بإصدار سند بقيمة اسمية 1000 دولار وسعر فائدة 12% فإن مبلغ الفائدة السنوي على هذا السند تبلغ $12\% \times 1000 = 120$ دولار. وعادة تكون الدفعات تتم بشكل نصف سنوي وبالتالي فإن حامل هذا السند سيحصل على 60 دولار كل ستة أشهر.

كما ويوجد للسند موعد استحقاق والذي يتم فيه قيام الشركة المقترضة بدفع قيمة السند إلى حامله بالإضافة إلى مبلغ دفعات سعر الفائدة المستحقة عن تلك الفترة. فإذا قامت شركة بإصدار سند مدته 20 سنة وبسعر فائدة 12%، معنى ذلك أن هذه الشركة ستدفع للمستثمر كل ستة شهور 60 دولار لمدة 20 سنة بالإضافة إلى مبلغ 1000 دولار مع نهاية السنة العشرين، ويتقرر سعر الفائدة على السند بعدة عوامل أهمها عامل المخاطر بالنسبة إلى الشركة المصدرة. فالشركات الكبيرة أو ذات السمعة والتصنيف العالي يكون درجة المخاطر على الاستثمار فيها منخفضة وبالتالي يكون سعر الفائدة الذي يطلبه المستثمر منخفض. أضف إلى ذلك إلى أن الفترة الزمنية أيضاً تحدد سعر الفائدة. فكلما كانت فترة السند أطول كما كان سعر الفائدة على السند أعلى.

1. تقييم السند Bonds Valuation

عند تقييم السند يجب أن يتم الأخذ بالاعتبار القيمة الزمنية للنقود. وبسبب هذه الحقيقة فإن قيمة النقود التي تمتلكها الآن أكبر من القيمة للنقود المتوقع استلامها في المستقبل. فمثلاً قيمة الدفعة الأولى التي يستلمها المستثمر على السند في السنة القادمة إذا كان سعر الفائدة السائدة في السوق 10% ستكون $60/(1+0.5)^1 = \$57.14$ وحددنا الأسباب التي تجعل قيمة النقود المستقبلية أقل من قيمتها الحالية.

مثال:

أصدرت شركة الأسمدة سند بقيمة اسمية تبلغ 100 دولار وبسعر فائدة مقداره 10% سنوياً، ما هي القيمة الحقيقية التي يمكن أن تعطى لهذا السند إذا كان معدل العائد في السوق هو 12% علماً بأن فترة استحقاق السند تبلغ 5 سنوات.

الحل:

كون أن الفائدة تدفع سنوياً، فإن حامل هذا السند سيحصل على مبلغ 10 دولار سنوياً لمدة 5 سنوات بالإضافة إلى مبلغ 100 دولار في نهاية السنة الخامسة. ولمعرفة القيمة الحقيقية لهذه التدفقات يتم استخدام أسلوب القيمة الحالية لتقدير ذلك.

الفترة	التدفقات	معامل الخصم 12%	القيمة الحالية
1	10	.893	8.93
2	10	.797	7.97
3	10	.712	7.12
4	10	.636	6.36
5	110	.567	62.37
			92.75

أما لو كان سعر الفائدة تدفع كل ستة أشهر فإنه يتم احتساب القيمة الحالية وذلك بمضاعفة المدة أي ستكون عشرة فترات بدل من 5 فترات ويتم استخدام نصف العائد على السند أي نسبة 5% بدلاً من 10%.

الفترة	التدفقات النقدية	معامل الخصم 6%	القيمة الحالية
1	5	.943	4.72
2	5	.890	4.45
3	5	.840	4.2
4	5	.792	3.96
5	5	.747	3.74
6	5	.705	3.53
7	5	.665	3.33
8	5	.627	3.14
9	5	.592	2.96
10	105	.558	58.59
			92.62

من خلال احتساب قيمة السند يلاحظ أن هذا السند يباع بخصم على أساس أن قيمته أقل من قيمته الاسمية (100) دولار، ويجب أن يكون كذلك حتى يعطي حافز إلى المستثمر لشراء هذا السند ولتعويضه عن العائد التي يمكن أن يحققه هذا المستثمر لو ذهب إلى الاستثمار في قنوات أخرى كالودائع لدى البنوك مثلاً.

2. صفات السندات

السندات ببساطة هي عقد بين المقرض والمقترض حيث أن المقترض يتعهد بدفع القرض والفائدة المترتبة عليه إلى المقرض. في الحقيقة تصنف السندات إلى عدة أنواع حيث يعتمد التصنيف على كل من المصدر، الأولوية، سعر الفائدة على السند، وعلى صفات الاطفاء. وتالياً موجزاً عن كل هذه العوامل.

أ- مصدر السند Bond Issuer

يعتبر مصدر السند أهم العوامل التي يعتمد عليها تصنيف السند وبالتالي نوعيته. فمثلاً هناك اختلاف ما بين السندات التي تصدر عن الحكومة وتلك التي تصدر عن الشركات الخاصة، حيث أن السندات الصادرة عن الحكومة في العادة تكون أقل خطورة. وهناك سندات تسمى السندات الدولية والتي تصدر بعدة عملات وفي أسواق غير سوق مصدر السند وهذه السندات عدة أنواع:

- سندات اليورو Euro Bond

وهذه السندات تكون في عملة غير عملة الدولة التي أصدرت فيها. فمثلاً مقترض ياباني يصدر سندات بالدولار في سوق لندن. طبعاً سندات اليورو لا تعني أنها ستصدر باليورو أو أنها ستصدر في دولة أوروبية.

- السندات الأجنبية Foreign Bonds

وهي سندات تصدر بعملة الدولة التي يتم طرحها بها مثل إصدار سند بالين الياباني في اليابان من قبل شركة أمريكية.

- السندات العالمية Global Bonds

هي مشابهة إلى سندات اليورو ولكن تختلف عنها بأنها يمكن أن تصدر بنفس عملة الدولة التي يتم طرح هذه السندات في أسواقها.

ب- الأولوية Priority

بالإضافة إلى الجدارة الائتمانية للمصدر، تلعب الأولوية دور مهم في تحديد إمكانية قيام المقترض بإرجاع المبالغ التي اقترضها. حيث أن الأولوية تبين موقع المقرض في حالة إفلاس الشركة في إمكانية استرداد دينه. فمثلاً إذا كانت سندات ممتازة (Senior) يعني ذلك أن تأتي في المقدمة في الحصول على الأموال في حالة إفلاس الشركة، أما إذا كانت سندات غير ذات صفة فإن حاملها يمكن أن يأتي في آخر السلم لاستلام حقوقه من الشركة في حالة إفلاسها.

ج- سعر الفائدة على السند Coupon Rate

تصدر السندات بعدة أنواع من حيث سعر الفائدة وهي:

- السندات ذات سعر الفائدة الثابت حتى موعد الاستحقاق.
- السندات ذات سعر الفائدة المتغير حسب تغير المؤشر التي ترتبط به تلك السندات.
- السندات ذات سعر الفائدة المغاير حيث تدفع على تلك السندات فائدة مغاير لسعر الفائدة قصيرة الأجل. على سبيل المثال سند يدفع سعر فائدة 6% مطروح منها سعر الفائدة على الليبور LIBOR.
- السندات الصفرية والتي لا تدفع أي فائدة ولكن تصدر عادة بخصم.

د- طرق إطفاء السندات

يتعرض كل من مصدر السند وحامله إلى مخاطر تقلبات سعر الفائدة على أساس أن كل منهما محكوم بفترة زمنية محدودة هي فترة استحقاق السند. ولهذا توفر السندات ميزة للمستثمر ومرونة للمصدر ندرج أهمها.

- الاستدعاء Call ability

تعطي هذه الصفة الحق لمصدر السند بإطفاء قيمة هذا السند قبل انتهاء موعد الاستحقاق وبسعر يسمى سعر الاستدعاء Call Price. ويكون في العادة أعلى من القيمة الاسمية للسند كي يتم تعويض المستثمر عن الخسارة في سعر الفائدة. بعض الشركات ترغب في إدخال هذه الميزة على السندات التي تصدرها لأنها تعطي الشركة المصدرة المرونة عندما ينخفض سعر الإقراض في السوق. وتكون هذه الميزة اختيارية وغير ملزمة للشركة المصدرة للسند.

فمثلاً الشركة التي أصدرت سند لمدة عشرين سنة قبل خمسة سنوات عندما كان سعر الإقراض 14% ترغب باستبدال تلك السندات عندما ينخفض سعر الإقراض إلى نسبة 10%. وبدلاً من القيام بطرح سندات جديدة في السوق وتدفع سعر عال تقوم باستدعاء السندات القديمة وبسعر محدد متفق عليه مسبقاً يسمى سعر الاستدعاء. ولا يكون عادة للمستثمر أية خيار سوى قبول طلب الشركة باستدعاء هذه السندات وهنا تكمن الخطورة في الاستثمار في هذا النوع من السندات. وعندما يتم استدعاء السندات فإن الشركة تتوقف عن دفع الفوائد وتقوم بدفع مبلغ نهائي إلى المستثمر.

- السندات القابلة للتحويل Convertible Bonds

بعض السندات تحتوي على ميزة التحويل حيث تعطي حامل هذا السند الخيار في استبدال تلك السندات بأسهم في الشركة المصدرة للسندات. وبممارسة هذا الخيار فإن المستثمر يعيد هذه

السندات إلى الشركة ويؤخذ مقابلها أسهم في الشركة وبالتالي تتغير صفة المستثمر من مقرض للشركة إلى مالك فيها.

وهناك شروط لتحويل السند إلى سهم يعكسها سعر التحويل Conversion Price. فمثلاً إذا كان سعر التحويل \$40 لكل سهم فإن السند ذات القيمة الاسمية 1000 دولار يمكن استبداله بـ 25 سهم (1000/40) أي كل سند مقابل 25 سهم هو سعر التحويل. وتكون نسبة التحويل هي قيمة السند الاسمية مقسومة على سعر التحويل. فإذا كان سعر التحويل 100 دولار معنى ذلك أن نسبة التحويل هي $(100/1000) = 10$ أسهم.

وعادة ما يجد أن عملية التحويل إلى أسهم عملية مغرية لأن الشركة تظهر إمكانية النمو والربح في المستقبل. وعادة لا تكون عملية التحويل قابلة للرجوع عنها.

لنفرض أن هناك سند يتميز بإمكانية الاستدعاء والتحويل وكان نسبة التحويل 10 اسهم لكل سند وإن السهم يباع بـ 115 دولار وبالتالي فإن السند يساوي $10 \times 115 = 1150$ دولار إذا تم تحويله إلى أسهم. إذا قامت الشركة باستدعاء السند وليكن سعر الاستدعاء 1080 دولار، فإن المستثمر سيعمل على تحويل هذا السند إلى أسهم بدلاً من إرجاعه للشركة بسعر 1080 دولار. وبالاعتماد على ميزات السند فهناك أربع طرق تمكن المستثمر من التخلص من السند الذي يحملة: إعادته إلى الشركة المصدرة في موعد الاستحقاق والحصول على مبلغ 1000 دولار، بيعه في السوق قبل موعد الاستحقاق، يتم استدعاءه من قبل الشركة، أو يتم تحويله إلى أسهم.

- السندات القابلة للاسترجاع Puttable Bonds

تعطي هذه السندات حاملها الحق ولكن ليس الالتزام لبيع هذه السندات أو إرجاعها إلى مصدرها وبسعر محدد مسبق. وهذه السندات عادة تحمي المستثمر من مخاطر سعر الفائدة. فإذا كان سعر الفائدة في السوق أعلى بكثير من العائد على السند، فإنه من المنطق أن يقوم صاحب هذا السند بإرجاعه لإعادة استثمار أمواله بنسبة عائد معقول.

- علاوة السندات Bonds Premium

القيمة التي يباع بها السند بأعلى من قيمته الاسمية. فمثلاً إذا تم شراء سند يبلغ 1030 دولار وقيمته الاسمية 1000 دولار، فإن مبلغ 30 دولار يمثل العلاوة التي تم دفعها لشراء هذا السند.

- السندات الصفريّة Zero Coupon Bonds

هي السندات التي لا يتقاضى حاملها أي فائدة ولكن تباع هذه السندات بسعر أقل من القيمة السوقية لهذا السند. وعند الاستحقاق يستطيع حامله الحصول على كامل قيمة السند المدونة على هذا السند. فمثلاً سند قيمته الاسمية 1000 دولار يباع بمبلغ 900 دولار وعند موعد الاستحقاق سيسترد حامل السند مبلغ 1000 دولار بمعنى أن هناك 100 دولار تمثل العائد على هذا السند.

ويتصف السند الصفري بميزات لا توجد في السند العادي فهو يتألف من تدفق نقدي واحد وبالتالي بشراء مجموعة من هذه السندات، يمكن المستثمر أن يبني التدفق النقدي الذي يريد بدلاً من إعادة استثمار القسائم المتكررة. هذا الوضع يساعد على إدارة أكثر كفاءة للموجودات المطلوبة ويقلل من مخاطره إعادة الاستثمار.

كذلك يتمتع السند الصفري بمدة زمنية أطول من تلك السندات العادية وهذا ما يجعله جذاباً للأطراف التي تبحث عن موجودات ذات مدة زمنية طويلة مثل التزامات التقاعد.

- قياس مخاطر وعوائد السندات

درجت العادة أن يتم قياس مخاطر السند من خلال فترة الاستحقاق، أي كلما كانت فترة الاستحقاق لسند أطول كلما كانت سرعة تغير سعره أعلى وبالتالي مخاطره أعلى.

غير أن هذا النهج يأخذ في الاعتبار الدفعة الأخيرة فقط ولا يتم اعتبار قيمة التدفقات عبر الزمن وبالتالي لا يعطي أي مقارنة دقيقة لأي مخاطر نسبية بين السندات. فمثلاً هل السند الذي مدته 10 سنوات وسعر الفائدة عليه 15% أكثر خطورة من سند مدته 9 سنوات وسعر فائدة 2%؟

هذا وتأخذ الفترة الزمنية كافة التدفقات النقدية بالاعتبار وبالتالي احتساب القيمة الزمنية للنقود وذلك عن طريق خصم التدفقات النقدية بسعر خصم مناسب

أما عن مخاطر السندات، فأهم هذه المخاطر هي مخاطر سعر الفائدة ويلجأ المستثمرون للتقليل من مخاطر سعر الفائدة بالموائمة بين الفترة الزمنية لموجوداتهم، مع الفترة الزمنية لالتزاماتهم. كذلك هناك مخاطر أخرى قد يأخذها المستثمر بالحسبان عند شراء السند مثل مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة.

- أجل استحقاق للسند Bond Duration

ويمكن تعريف أجل الاستحقاق بأنه الفترة اللازمة لاسترداد قيمة السند وذلك من خلال خصم التدفقات النقدية. هذا وسبق وأن تم الحديث عن أن القيمة الحالية لأي استثمار تمثل مجموع التدفقات مخصومة بسعر خصم مناسب حيث أنه كلما كانت الفترة الزمنية أطول فإن القيمة الحالية للتدفقات النقدية تتناقص. وهذا تماماً ينطبق على السندات. لذلك فإن مخاطر استرداد المبلغ المستثمر في السندات تزداد مع ازدياد الزمن. ولكن يمكن أن تنخفض هذه المخاطر في حال زيادة العائد على السندات. فمثلاً سيتم استرداد قيمة سند لسعر الفائدة 10% أسرع من سند مماثل في موعد الاستحقاق ولكن سعر الفائدة 7%.

إن احتساب آجال الاستحقاق للسند يتضمن كافة هذه العناصر في رقم واحد مما يسمح بقياس درجة حساسية سعر السند إلى التغيرات في أسعار الفائدة في السوق. ويمكن احتساب أجل استحقاق للسند باستخدام المعادلة التالية:

أجل استحقاق للسند = مجموع (القيمة الحالية للتدفق النقدي x الفترة الزمنية لهذا التدفق)

سعر السند

Duration: $\frac{\sum(\text{Present Value at Cash Flow} \times \text{time to Cash flow})}{\text{Price at the bond}}$

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n \left[\text{tcf} / (1+r)^t \right]}{\sum_{t=1}^n \left[\text{cf} / (1+r)^t \right]}$$

وعن الكيفية التي يتم بها احتساب أجل الاستحقاق نورد المثال التالي:

أصدرت شركة الكهرباء سند قيمته الاسمية 1000 دولار وبسعر فائدة 8% ولمدة 5 سنوات. أحسب أجل الاستحقاق إذا كان سعر الفائدة السائد في السوق هو 8%.

1. يتم احتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية والبالغة 80 دولار سنوياً.
2. تقوم باحتساب القيمة الحالية المرجحة والتي هي حاصل ضرب القيمة الحالية بالفترة الزمنية.
3. يتم قسمة هذه النتيجة على القيمة الحالية فيكون الناتج هو أجل الاستحقاق.

السنة	التدفقات	سعر الخصم	القيمة الحالية	القيمة الحالية
1	2	3	المرجحة (4x1)	(3x2)4
1	80	0.917	73.36	73.36
2	80	0.842	134.72	67.36
3	80	0.772	185.28	61.76
4	80	0.708	226.56	56.64
5	1080	0.650	3510	702
			4130	961.12

$$D = \frac{4130}{961.12} = 4.2$$

يلاحظ من المثال السابق أن كل من سعر فائدة السند، معدل العائد والفترة الزمنية كلها عوامل تلعب دور في تحديد آجال الاستحقاق:

1. الزيادة في معدل العائد في السوق يؤدي إلى تقليل القيمة الحالية لكل تدفق وكون أن آجال الاستحقاق يعتمد على حاصل ضرب القيمة الحالية بالفترة الزمنية، فإن العائد المرتفع يؤدي إلى تخفيض آجال الاستحقاق. لذلك هناك علاقة عكسية ما بين أجل الاستحقاق ونسبة العائد في السوق.
2. الزيادة أيضاً في نسب العوائد على السندات يؤدي إلى رفع القيمة الحالية وبالتالي سعر السند، هذه الزيادة في السعر تؤدي إلى تخفيض آجال الاستحقاق. لذلك هناك علاقة عكسية ما بين آجال الاستحقاق ومعدل العائد على السند.
3. الزيادة في موعد الاستحقاق تؤدي إلى زيادة آجال الاستحقاق وبالتالي يكون السند أكثر حساسية للتغيرات في سعر الفائدة في السوق. والانخفاض في موعد الاستحقاق يؤدي إلى تخفيض آجال الاستحقاق وبالتالي يكون السند أقل حساسية للتغيرات في أسعار الفائدة السوقية. لذلك فإن هناك علاقة طردية ما بين استحقاق السند و آجال الاستحقاق للسند.

- استخدام آجال الاستحقاق لاحتساب التغير في قيمة السند نتيجة لتغير سعر الفائدة

يعتبر مقدار آجال الاستحقاق كمؤشر على حجم التغير في سعر السند نتيجة لتغير سعر الفائدة في السوق. السند ذات آجال الاستحقاق الكبير سيكون أكثر تأثراً بالتغيرات في سعر الفائدة، فعندما يرتفع سعر الفائدة فإن السند ذات الأجل الكبيرة ستخفض قيمته أكثر من السند ذات

آجال الاستحقاق الأقل، كما وأن الزيادة في قيمة السند ذات آجال الاستحقاق الأكبر ستكون أكبر في حال انخفاض سعر الفائدة في السوق مقارنة مع السند ذات آجال الاستحقاق الأقل.

من أجل احتساب نسبة التغير في قيمة السند نتيجة لتغير في نسبة سعر الفائدة في السوق يتم احتساب ما يسمى آجال الاستحقاق المعدل Modified Duration، وهو ببساطة حاصل ضرب آجال الاستحقاق بمعامل الخصم.

$$\text{Modified Duration} = \text{Duration} \times \frac{1}{(1+i)}$$

ففي المثال السابق فإن آجال الاستحقاق المعدل

$$\text{MD} = 4.2 \times \frac{1}{1.09} = 3.85$$

ولاحتساب نسبة التغير في سعر السند فإنها ستكون حاصل ضرب آجال الاستحقاق المعدل في نسبة التغير في سعر الفائدة.

فلو ارتفع سعر الفائدة من 9% إلى 10% فإن التغير في سعر السند سيكون ببساطة

$$\begin{aligned} &= 3.85 \times (0.10) \\ &= 0.385 \end{aligned}$$

التغير في سعر السند سيكون:

$$\$961.12 \times (0.385) = \$37$$

ولمعرفة التغير في سعر الفائدة من 9% إلى 10% وأثر ذلك على سعر السند باستخدام طريقة القيمة الحالية، ندرج الآتي:

السنة	التدفق النقدي	سعر الخصم	القيمة الحالية
1	80	0.909	72.72
2	80	0.826	66.08
3	80	0.751	60.08
4	80	0.683	54.64
5	1080	0.621	670.68
			924.2

يلاحظ أن سعر السند انخفض من 961.1 إلى 924.2 بخسارة مقدارها 36.9 دولار في حين أن الخسارة التي تم إيجادها باستخدام أجل الاستحقاق كانت \$37.

إن اختلاف مقدار الخسارة يعود إلى ما يسمى بتحدب السند Convexity حيث أن أجل الاستحقاق يستند على أن العلاقة تغير سعر السند نتيجة لتغير سعر الفائدة هي علاقة خطية في حين علاقة تغير سعر السند باستخدام طريقة القيمة الحالية نتيجة لتغير سعر الفائدة وهي علاقة محدبة.

لذلك يكون التغير في سعر السند نتيجة لتغير سعر الفائدة باستخدام أجل الاستحقاق الفعّال مناسب في حالة التغيرات الطفيفة في سعر الفائدة أما في حالة التغيرات الكبيرة فقد يؤدي استخدام أجل الاستحقاق الفعّال إلى أخطاء في تسعير السندات.

و. التحدب Convexity

لاحظنا أن احتساب تغير سعر السند نتيجة لتغير سعر الفائدة باستخدام أجل الاستحقاق كان يعترئها عدم الدقة وذلك لعدم أخذ ما يسمى بتحدب السند بعين الاعتبار. حيث أن علاقة سعر السند مع العائد هي علاقة ليست خطية حيث أن شكل منحنى علاقة السعر مع العائد عند نسبة

تغير معينة سواء ارتفاعاً أو انخفاضاً، فإن الربح الناتج عن انخفاض سعر الفائدة سيكون أكبر من الانخفاض في السعر نتيجة زيادة مماثلة في سعر الفائدة.

مراجع مقترحة:

1. Head, A and Watsor Denzil, 2001, Corporate Finance, Principles & Practice,, Second Edition.
2. Pike, R. and Neale B., 1999, Corporate Finance and Investment, Decisions and Strategies. Third Edition.
3. www.ameritrade.com
4. www.Fool.com
5. www.finpipe.com