إدارة محفظة الأوراق المالية
وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة

د. محمود سحنون
جامعة منتوري – قسنطينة

يمثل الاستثمار المالي إلى جانب الاستثمار المادي، الصورة الناصعة في الاقتصادات المعاصرة باعتبار العملية الاستثمارية العنصر الأساسي لتحقيق التراكم الرأسمالي، و ذلك انطلاقا من دور الاستثمار في تحقيق عملية التنمية الاقتصادية، فبزيادة معدلات الاستثمار تزداد الطاقة الإنتاجية من خلال إنتاج المزيد من السلع و الخدمات و من ثم تحقيق زيادة في الدخل الوطني، و يعد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية شكلا جديدا من أشكال الاستثمار، إلا أن هذا النوع من الاستثمار و رغم حداثته فهو من حيث اتخاذ القرار الاستثماري لا يختلف عن أي قرار استثماري آخر إذ يقوم على الموازنة بين العائد و المخاطرة شأنه شأن القرارات الاستثمارية الأخرى، حيث أن أي استثمار لا يخلو من المخاطرة، و هذا الوضع يجعل المستثمرين يتطلعون إلى الحصول على استثمارات ذات العوائد المرتفعة بأقل درجة من المخاطر، هذا التوجه يشجع المستثمرين في محفظة الأوراق المالية على خوض غمار المخاطرة لتعظيم أرباحهم مسترشدين بدور العائد و المخاطرة في تقييم نتائج استثماراتهم و تبني أساليب عديدة لإدارة المحفظة الاستثمارية في الأوراق المالية .

و لإبراز أهمية إدارة محفظة الاستثمار في الأوراق المالية، والمعبر عنه بالاستثمار المالي ينصرف الجهد الاستثماري إلى تحسين وتطوير أساليب إدارة المحفظة، والتساؤل المناسب في هذا المجال، إلى أي مدى تستطيع إدارة المحفظة الاستثمارية في الأوراق المالية تعظيم العائد و تدنية المخاطر ؟ .

العائد الاستثماري في محفظة الأوراق المالية

يتطلب الاستثمار في محفظة الأوراق المالية المقارنة بين الاستثمارات المتاحة بصورة مباشرة حيث أن لكل استثمار (ورقة مالية) خصائص مختلفة في : تكلفة الاستثمار، التدفقات المرتبطة به، سعر السوق، ولا شك في وجود علاقة وثيقة بين العوائد التي يحصل عليها المستثمرون والمخاطر التي يتعرضون لها، و عادة ما يتطلع المستثمرون إلى الاستثمارات التي تعطي أعلى عوائد بأقل قدر من المخاطرة كذلك فهم يعملون على زيادة ثرواتهم عن طريق زيادة عوائدهم و حماية رأسمالهم عن طريق التقليل من المخاطر المرتبطة بتلك الاستثمارات . فالاستثمار في مكونات المحفظة يعبر عن التضحية بمبالغ مالية مؤكدة على أمل الحصول على مبالغ أكبر في المستقبل، ومن ثم فإن قرار الاستثمار يتم اتخاذه في ضوء العائد و المخاطرة. في هذا المحور سوف نتناول بالدراسة العائد أما المخاطرة يؤجل تحليلها إلى البن الثاني.

تعريف العائد و أنواعه: يعرف العائد على أنه المردود الذي يحققه الاستثمار، ولكي يكون لهذا العائد معنى يجب نسبه إلى الأموال التي ولدته[1] ،كما يمكن تعريفه على أنه قدرة الدينار في المشروع على توليد أرباح إضافية للمستثمرين، و يهدف هذا التعريف إلى تحديد كفاءة الإدارة، و يتم استخراجه بالعلاقة الآتية :

[1] محمد مطر، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2005 .

العائد على الاستثمار = مجموع الأموال المستثمرة / صافي الربح .....(1)

و يبرر حصول المستثمر على هذا العائد باعتباره ثمن التضحية بالأموال الحالية في سبيل الحصول على أموال أكثر حجما مستقبلا، و بالتالي إمكانية زيادة الثروة من أجل استهلاك أكبر في المستقبل، لذلك نؤكد على التعريف المناسب للعائد بهذا المعنى : هو مقدار الإضافة أو الزيادة التي تطرأ على الثروة نتيجة لهذا الاستثمار، و يحسب بالعلاقة الآتية :

العائد = الثروة في نهاية الفترة – الثروة في بداية الثروة .....(2)

من خلال إبراز الطريقتين السابقتين لحساب العائد على الاستثمار، يتضح أن العائد يقاس في شكل مطلق، بينما معدل العائد يكون في شكل نسب مئوية حيث تنسب الزيادة في الثروة إلى الأموال المستثمرة، و تأخذ عوائد مكونات محفظة الأوراق المالية أشكالا ثلاثة هي :

- توزيعات الأرباح : إذا كانت هذه الأوراق حقوقا في أموال ملكية مثل الأسهم، فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذه الأسهم، لذلك فهو من المالكين و حقوقه هي من حقوق المساهمين .
- الفوائد : إذا كانت الأوراق تمثل أوراق اقتراض مثل السندات، فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند، و قيمة القرض هي قيمة السند، فالسند يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها مع الشركة المقترضة(التي أصدرت هذا السند) .

و كل من الأرباح و الفوائد يمكن أن يطلق عليها أرباح إيرادية لأنها متكررة ناتجة عن الاستثمار .

- الأرباح الرأسمالية : تنتج عادة عن إعادة بيع الأوراق المالية، فحامل السهم أو حامل السند، إذا استطاع أن يبيع هذا السهم أو السند بمبلغ يزيد عن قيمة الشراء يكون الفرق هو ربح رأسمالي (و قد تكون خسارة رأسمالية) .

و يمكن التمييز بين أنواع العائد حسب صفته أي حسب العملية التي أنتجته وهي العائد الفعلي (العائد المحقق) و العائد المتوقع (العائد الاحتمالي) والعائد المطلوب (العائد المستهدف) .

1- العائد الفعلي (العائد المحقق): و هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا نتيجة اقتنائه لأداة استثمارية أو بيعها ،وبالتالي فهو عائد إيرادي أو عائد استثماري أو مزيج بينهما [1] .

و هناك من يطلق عليه اسم العائد التاريخي، و يتطلب معرفة العائد المتولد من الاستثمار التغير في السعر، أي الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع، و التدفق النقدي سواء الخارج أو الداخل خلال تلك الفترة، مثلا : إذا كان الاستثمار في الأسهم العادية فيجب معرفة التغير في السعر بين لحظتين زمنيتين و كذلك التوزيعات التي تمت خلال تلك الفترة .

و يكون عائد الاحتفاظ بالأسهم حسب العلاقة الآتية :

$$R = \frac{P_V - P_A + D}{P_V} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (3)$$

حيث أن :

R : هي معدل العائد لفترة الاحتفاظ .

P_V : سعر بيع السهم في نهاية الفترة .

P_A : سعر شراء السهم في بداية الفترة .

D : التوزيعات المترتبة عن امتلاك السهم .

و يعتبر هذا المقياس أكثر واقعية و دقة إذا استثنينا قيمة الضرائب على العائد وتكون فترة الاحتفاظ متغيرة : أسبوع، شهر، سنة... الخ

---

[1] د/ فرح حسن الحسين، إدارة البنوك، مدخل كمي و استراتيجي، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2000 .

2 – العائد المتوقع (العائد الاحتمالي) : يعرف هذا العائد على أنه احتمال تحقق العائد، و يقصد به فرصة تحقق هذا المعدل[1]، و في عالم السوق المالية المعاصرة لا يستطيع المستثمرون معرفة معدل العائد الذي سيذره الاستثمار في ورقة معينة، و مع ذلك فإنه لا يستطيع صياغة توزيع احتمالي لمعدلات العائد المحتملة، أي يستطيع تقدير عدد الاحتمالات الممكنة و وزن كل احتمال وبالتالي تقدير قيمة العائد المتوقع في ظله، و لا تتجاوز القيمة الكلية الاحتمالية الواحد الصحيح . و يمكن حساب معدل العائد المتوقع من خلال استثمار ما بالعلاقة الآتية :

$$E(R) = \sum_{i=1}^{n} P_i(R_i) = P_1E(R_1) + P_2E(R_2) + ...P_nE(R_n) ..... (4)$$

حيث أن :

$E(R)$: القيمة المتوقعة للعائد .

n : عدد الاحتمالات .

P_i : وزن الاحتمال i .

$E(R_i)$: العائد المتوقع في ظل الاحتمال i .

3 – العائد المطلوب (العائد المستهدف) : و هو أدنى عائد يرضى به المستثمر لشراء أداة (ورقة) استثمارية تعويضا عن تأجيل الاستهلاك الحالي، أو مقابل المخاطر التي سيتعرض لها مستقبلا[2] .

و عادة ما يكون ملائما لمستوى المخاطر التي يتعرض لها الأصل الاستثماري و يتكون هذا العائد من جزأين هما : العائد الخالي من المخاطر بالإضافة إلى

---

[1] د/ زياد رمضان، الاتجاهات الحديثة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر، عمان، 2000 .

[2] د/ سحنون محمود، دروس في الاقتصاد النقدي و المصرفي، مطبعة جامعة قسنطينة، الجزائر، 2003 .

عائد يعتبر بذل للمخاطرة، أي معدل العائد الذي يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطرة الذي ينذوي عليه الاستثمار في الأسهم و السندات .

و يمكن حساب معدل العائد المطلوب وفق العلاقة الآتية :

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من الخطر + معدل التضخم + مقابل الخطر .... (5)

و يتضح مما سبق أن معدل العائد المطلوب يتأثر بكل من العائد الخالي من الخطر و التضخم، بالإضافة إلى الخطر المرتبط بكل استثمار على حدة، و أن مقابل الخطر يتفاوت من ورقة مالية لأخرى، و عليه يمكن التعبير عن العائد المطلوب باستخدام نموذج تسعير الأصول المالية و وفق خط سوق الأوراق المالية كما يلي :

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من الخطر + معدل بيتا (بدل المخاطرة) .....(6)

و كقاعدة عامة أن المستثمر سوف يقبل على استثمار معين إذا كان معدل الفائدة المطلوب أقل أو يساوي معدل العائد المتوقع من الاستثمار والعكس، سوف يرفض هذا الاستثمار إذا كان معدل العائد المطلوب أقل من معدل العائد المتوقع .

مخاطر الاستثمار في محفظة الأوراق المالية

عملية الاستثمار في محفظة الأوراق المالية تتوقع على العلاقة بين العائد المتوقع و المخاطرة التي ترافق تحقق هذا العائد، وعليه فالمستثمر يقوم بالمفاضلة بين البدائل الاستثمارية للأوراق المختلفة، و عليه فالمستثمر يبحث دوما عن الاستثمارات التي تحقق له أعلى العوائد بأقل قدر ممكن من المخاطر .

و المخاطرة ظاهرة مالية و نقدية صاحبت العمليات الاستثمارية التقليدية و هي أكثر حدوثا في الاستثمارات المالية (الاستثمار في الأوراق المالية)، و تعني المخاطرة " احتمالات تحقق الخسائر "

كما يمكن تعريف المخاطرة بأنها:تعني احتمال عدم تحقق العائد، وربما احتمال وقوع الخسارة الرأسمالية، وأن المخاطرة تكون مرافقة للعائد حتى أن البعض يقول أن العائد هو ثمن المخاطرة[1].

و المخاطرة تعني أيضا : تذبذب العائد في قيمته أو نسبته إلى قيمة رأس المال المستثمر، هذا التذبذب يشكل عنصر المخاطرة، و من هنا يمكن أن نميز بين مفهومين للمخاطرة:

- مفهوم المخاطرة وعدم التأكد:في هذه الحالة يتم التوزيع الاحتمالي للمخاطرة على أساس البيانات التاريخية،ويسمى التوزيع الاحتمالي الموضوعي.

- مفهوم عدم الأكادة: ويتم وضع التقديرات على أساس البيانات للحكم الشخصي لمتخذ القرار الاستثماري، و يسمى بالتوزيع الاحتمالي الذاتي أو غير الموضوعي .

و بناء على ما تقدم قد صنفت المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في محفظة الأوراق المالية عموما إلى مخاطر متعددة صنفت حسب مظاهر وقوعها أو حسب آثارها أو كليهما معا .

1 – **المخاطر المنتظمة** : يطلق على هذا النوع من المخاطر تسميات عديدة منها : مخاطر السوق، المخاطر غير القابلة للتوزيع، المخاطر التي لا يمكن تجنبها، المخاطر العادية .

---

[1] وائق حمد أبوعمر، محفظة الأوراق المالية و التداول في البورصة العالمية، الرضا للنشر، دمشق، 2003 .

وترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية (الإضرابات، حالة الكساد، حالة التضخم، معدلات أسعار الفائدة، الانقلابات والتقلبات السياسية)، ومن ثم فإن تأثيرها يشمل كافة عوائد و أرباح الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال، لذلك تسمى آثار هذه المخاطر بالأزمة النظامية، حيث أن أي ظاهرة مفاجئة و غير متوقعة تؤدي إلى ارتياب و فوضى في سيرورة السوق المالي و يؤثر على أهدافها المحددة مما ينعكس سلبا على الاقتصاد الوطني ككل، و لا توجد وسيلة لحماية الاستثمارات من المخاطر الناجمة عن الظروف سالفة الذكر، لكن يجب على المستثمر أن يعرف مدى تأثر الأوراق المالية التي يملكها بهذا النوع من المخاطر و يستخدم مؤشر في قياس هذا المخاطر .

2 – **المخاطر غير المنتظمة** :المخاطر غير المنتظمة أيضا عرفت العديد من التسميات منها المخاطر التي يمكن تجنبها، المخاطر القابلة للتوزيع، المخاطر الخاصة و المخاطر الكلية أحيانا .

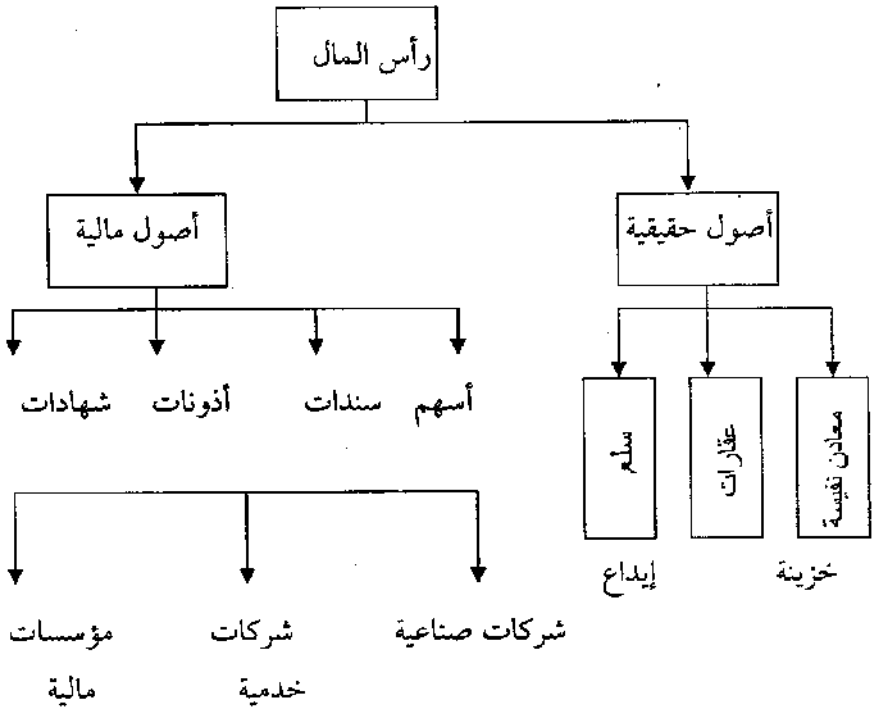
و عادة تتمثل في التباين غير المنتظم و يكون مستقلا عن العوامل المؤثرة، وهي تحول دون تحقق العائد في السوق الكلي للأوراق المالية[1] .

و نظرا لأن المخاطر غير المنتظمة تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على منشأة أو عدد قليل من المنشآت، فإنه يمكن للمستثمر التخلص من هذه المخاطر بتنويع محفظة الأوراق المالية الخاصة به، و ذلك عند المفاضلة بين الاستثمارات المتاحة، وجود هذه المفاضلة هو تحقيق المنفعة الحدية للاستثمار حسب ما قام به **ماركوبيتر** .

---

[1] أحمد أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لغرض تقييم و مراجعة أداء الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005 .

و يقوم المستثمر بذلك من أجل الموازنة بين العائد و المخاطرة وصولا إلى أفضل منفعة و تعظيم العائد من دون أية زيادة في المخاطر أو تدنية المخاطرة عند مستوى معين من العائد. و مكونات المحفظة كنموذج يمكن استعراضها في الشكل التالي :



و بناء على مكونات المحفظة فإن عملية تدنية المخاطر بفعل التنويع يكون أمام المستثمر محاولات متاحة برسم منحنيات تفضيل تعكس العلاقة بين العائد والمخاطرة .

3 – المخاطر الكلية : هي تلك المخاطر التي تحل بالمستثمر مهما كان نوعها سواء منتظمة أو غير منتظمة أو كليهما معا أو غير ذلك، هذه المخاطر تكون متعددة المصادر و يمكن تعدادها على الشكل التالي :

أ – مخاطر أسعار أو معدلات الفائدة : و هي مخاطر ناتجة عن حدوث اختلاف بين معدلات الفائدة المتوقعة و معدلات الفائدة في السوق خلال فترة الاستثمار، و هي التقلبات الناجمة عن عوائد الأوراق المالية نتيجة التغيرات الحاصلة في معدلات الفائدة، حيث أن الارتفاع أو الانخفاض في القيمة السوقية للورقة المالية له تأثير على معدل العائد الذي يحققه المستثمر .

ب – مخاطر انخفاض القوة الشرائية: و هي احتمال تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع معدلات التضخم، أي عدم كفاية العوائد المستقبلية الناتجة عن الاستثمار في الحصول على السلع و الخدمات التي يمكن الحصول عليها بالأسعار الحالية، و بعبارة أخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر .

و يكون هذا النوع من المخاطر كبيرا في حالة الاستثمارات ذات الدخل الثابت مثل الاستثمار في السندات و الأسهم الممتازة – و يطلق عليها الاستثمارات العاجزة عن مقاومة التضخم –، و واضح أن الأسهم العادية لا تعاني بنفس الحدة من مخاطر القوة الشرائية مقارنة بالاستثمارات ذات العائد الثابت، إلا أنها لا تؤدي دائما إلى زيادات حقيقية في القوة الشرائية أثناء التضخم، و من ثم فهي تقاوم جزئيا معدلات التضخم .

جـ – مخاطر السوق : إن أسعار الأوراق المالية في السوق دائما في حالة صعود و هبوط، فلا تستقر على مستوى واحد، حيث تتأثر بالظروف السياسية والاقتصادية و الاجتماعية للدولة، أو دول أخر ترتبط بتلك الدولة، كما تتأثر بالعوامل النفسية للمستثمرين مثل الولاء لأسهم أو سندات معينة، أو حالات الذعر في السوق و الاستماع للإشاعات و المعلومات غير المؤكدة .

و تؤثر مخاطر السوق بشكل أساس في الأسهم العادية، أما السندات و الأسهم الممتازة فهي أقل عرضة و تأثرا بهذه التقلبات .

د – مخاطر الإدارة: هي تلك المخاطر الناجمة عن ضعف إدارة شركات محددة، مما يؤدي إلى وقوعها في أخطاء إدارية تنجم عنها خسائر في تلك الشركات دون غيرها، و تحدث هذه الأخطاء هبوطا في معدل العائد حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي و انتعاش السوق المالية، و عليه فإن كفاءة الإدارة واستعدادها الدائم لمواجهة كافة الاحتمالات و التدخل في الوقت المناسب لمواجهة المشاكل، سيكون عاملا مهما في تحقيق عائد أفضل خاصة لحملة الأسهم العادية .

4 – قياس مخاطر الاستثمار: يسعى المستثمرون لتعظيم عائداتهم على الاستثمار أو على الأقل يكون متناسبا مع الخطر الذي يتعرضون له و هذا يعني أن المخاطر هي دالة للعائد، و أنه لا يمكن حساب العائد و قياسه على الاستثمار قبل تقدير أو قياس المخاطر التي يتعرض لها .

و كما هو معلوم فإن قياس المخاطر لأي ورقة مالية موجودة داخل المحفظة تختلف عن مخاطر المحفظة ككل، غير أن هذا لا يمنع مدير المحفظة من قياس مخاطر الاستثمار الفردي لمكونات المحفظة، و هذا لمساعدته في اتخاذ القرار الخاص بتشكيل المحفظة و قياس الخطر الإجمالي للمحفظة .

و توجد عدة مقاييس لقياس الخطر و من أهم هذه المقاييس الانحراف المعياري □، و معامل □ :

أ – الانحراف المعياري □ في قياس الخطر :

يقيس الانحراف المعياري مدى انحراف القيم التي يحققها العائد عن وسطها الحسابي، أي يقيس انحراف تقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد، و يحسب بالعلاقة الآتية :

$$\delta = \sqrt{\frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n}(R_i - \overline{R})^2} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

حيث أن :

δ : تمثل الانحراف المعياري .

R : تمثل العائد خلال فترة زمنية معينة .

$\overline{R}$: متوسط العائد .

n : عدد الفترات التي تتوفر فيها بيانات عن العائد .

$\sum$: علاقة مجموع تغطي الفترات من 1 إلى n .

هذا بالنسبة لمعدلات العوائد عن السنوات السابقة، حيث أن هذه المعلومات مؤكدة تاريخيا، أما إذا كانت المخاطرة متوقعة مستقبلا فهي تختلف قليلا من حيث قياسها، حيث تقاس بالعلاقة الآتية :

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} P_i\left[E(R_i) - E(\overline{R}_i)\right]^2}$$

حيث أن :

δ : الانحراف المعياري للمخاطر المتوقعة .

P : احتمال تحقيق العائد .

E(R) : التوقع الرياضي للعائد مقابل احتمال وقوعه .

E($\overline{R}$) :العائد المتوقع على الاستثمار .

ب – معامل بيتا β لقياس الخطر :

إذا كان الانحراف المعياري يقيس المخاطر الكلية فإن معامل β من أهم المقاييس المستخدمة في قياس المخاطر المنتظمة و خاصة قياس حساسية عائد الورقة المالية (السهم) نتيجة لتغير عائد محفظة الأوراق المالية و يكون معامل

---

[1] د/ الطاهر حيدر جردان، مبادىء الاستثمار، دار المستقبل للنشر، لبنان 1997 .

 أكبر من الواحد أو أقل من الواحد حيث يكون السهم ذو طبيعة هجومية إذا كان 1<، و يكون ذا طبيعة دفاعية إذا كان 1>، و يحسب معامل بالعلاقة الآتية :

$$\beta = \frac{Cov\,(R_m, R_i)}{\delta_m^2} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

حيث أن :

β_i : معامل للسهم .

R_m : معدل عائد المحفظة للسوق .

R_i : معدل عائد السهم .

$Cov(R_m , R_i)$: هو حاصل ضرب معامل الارتباط بين m، i في الانحراف المعياري لـ R_m و الانحراف المعياري R_i .

δ^2_m : تباين معدل عائد المحفظة .

و يستفيد مدراء محافظ الأوراق المالية بالبنوك التجارية من قياس مخاطر الاستثمارات الفردية و خاصة معامل ، لكن قياس مخاطر الاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة لا يكفي وحده في إدارة المخاطر، بل لابد أن يدعم بقياس مخاطر المحفظة .

ثالثا : تقييم الاستثمار في محفظة الأوراق المالية

يعد تقييم الاستثمارات في محفظة الأوراق المالية نتيجة منطقية لما تم تناوله في العناصر السابقة، و وفقا لأساليب القيمة الحالية، فإنه يمكن تقييم الورقة المالية بهذه الطريقة لمعرفة قيمة الاستثمارات المتوقع الحصول عليها من حيازة الأصول المالية .

---

[1] د/ منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية 1999 .

و يعتبر تقييم الأسهم و السندات أداة هامة من أدوات اتخاذ القرار بالنسبة لمدراء حافظة الأوراق المالية سواء في البنوك التجارية أو في المؤسسات المالية الأخرى حيث يساعد هذا التقييم على تحديد الاتجاه العام للتوقع الخاص بحركة سعر السهم و سعر السند و علاقة ذلك بتقلبات أسعار الفائدة و الدورة الاقتصادية، كما يمكن من تحديد الوقت الملائم لشراء الأسهم والسندات و وقت البيع المناسب، و يمكن الاستدلال على ذلك بتقييم ثلاثة أنواع للأوراق المالية هي : الأسهم العادية، الأسهم الممتازة و السندات .

1 – **تقييم الأسهم العادية:** يعتمد تقييم الأسهم على القيم المختلفة للسهم وهي القيمة الاسمية و القيمة الدفترية و القيمة السوقية، للوصول إلى القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها السهم .

و يشير الفكر المالي إلى وجود العديد من النماذج التي تعتمد على أسلوب القيمة الحالية في تقدير القيمة الحقيقية للسهم، و من أهم هذه النماذج نموذج " خصم التوزيعات "، " نموذج التدفقات النقدية "، " نموذج خصم الأرباح المحققة "

أ – تقييم الأسهم بواسطة الأرباح الموزعة : يُعتبر نموذج التوزيعات أكثر النماذج استخداما لتقييم الأسهم و يتطلب هذا المدخل قيام المحلل المالي بتقدير توزيعات السهم المتوقعة في المستقبل وذلك لتقدير العائد المطلوب يضاف إلى ذلك تحديد الفترات أو السندات و يعبر على النموذج بالعلاقة الآتية :

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \ldots\ldots \frac{D_n}{(1+k)^n} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

حيث أن :

[1] سحنون محمود، مرجع سابق .

V_0 : القيمة الحالية للسهم .

K : معدل العائد المطلوب و يجب أن يكون متلائما مع مخاطر الاستثمار في هذه الورقة .

D_1 , D_2 , D_n : التوزيعات للسنوات 1، 2، n .

و باستخدام عمر الورقة يمكن استخدام العلاقة في صيغة مجموع كالتالي :

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+k)^t} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

و تتأثر هذه العلاقة حسب الحالات المختلفة لنمط التوزيعات نوضحها في الآتي :

* حالة عدم وجود نمو للتوزيعات : في هذه الحالة يكون قرار التوزيع للأرباح هو توزيع كل الأرباح، بمعنى أن يكون معدل التوزيع 100 % و يعني أيضا بالنسبة للمساهم أن يحتفظ بالسهم لفترة واحدة (سنة على الأكثر) و تصبح العلاقة السابقة على الشكل التالي :

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{E(P)}{(1+k)^t} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (2)$$

حيث أن E(P) هو سعر البيع المتوقع للسهم خلال سنة (t) و هنا t - 1 .

* حالة النمو الثابت للتوزيعات : كما هو معلوم أن توزيع الأرباح على الأسهم العادية يختلف عن التوزيع على الأسهم الممتازة و السندات، هذان الأخيران تكون فيهما التوزيعات ثابتة، أما الأسهم العادية لا يتوقع أن تبقى ثابتة، فهي من المتوقع أن تنمو سنويا بمعدل ثابت (g) في هذه الحالة تصبح العلاقة بالشكل التالي :

---

[1] حسين بن هاني، الأوراق المالية و أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان 2002 .

[2] عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك و المؤسسات المالية، دار طيبة، القاهرة 2004 .

$$V_0 = \frac{D_1}{k - g} \quad \ldots\ldots\ldots (1)$$

حيث g تشير إلى معدل نمو التوزيعات .

* حالة النمو المتغير للتوزيعات : إذا كانت التوزيعات بنمو ثابت و هي حالة خاصة، فإن حالة النمو تتعرض إلى تقلبات في معدلات نموها أي أن معدل نموها g يكون متغيرا يجب تقديره و هناك طريقتان أساسيتان :

الأولى : بالاعتماد على متوسط معدلات نمو الأرباح الموزعة خلال السنوات السابقة، و تفترض أن هذا المعدل سيبقى دون تغيير في المستقبل .

الثانية : طريقة " **مايرون جوردن** " و تعني محاولة اشتقاق معدل النمو مستقبلا بدلا من الاعتماد على النمو في الماضي [9] .

ب - تقييم الأسهم بواسطة التدفقات النقدية : يتم التقييم وفق هذا المؤشر أيضا بالاستناد على القيمة الحالية للتدفقات النقدية، و الفرق الأساسي بينه و بين الأرباح الموزعة، أنه يأخذ في الحسبان القيمة السوقية للأصل بعد اهتلاكه، بينما لا يأخذها الأسلوب الأول على اعتبار أن الأرباح الموزعة على حملة الأسهم هي تدفق دائم و غير محدد – بمعنى عدم وجود تاريخ استحقاق – و بالتالي فإن قيمة أي أصل من الأصول المالية (منها الأسهم) هي القيمة الحالية للتدفقات المالية التي يذرها ذلك الأصل .

و يجب الإشارة هنا إلى أن القيمة الحالية كما هو معروف ترتكز على مفهوم الخصم الذي تخضع له كافة التدفقات النقدية حتى تصبح لها دلالة اقتصادية، حيث أن الكل مقتنع بأن مبلغا من النقود متوفر لدى المستثمر اليوم هو أفيد له من نفس المبلغ بعد مدة، بسبب التضخم الذي يميز الاقتصادات الحديثة، و عليه فالتدفقات النقدية التي يديرها المستثمر في السنوات القادمة يجب أن تخصم

---

[1] د/ عبد الناقع الرازي، د/ غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل، عمان 2001 .

بسعر معين حتى يمكن معرفة قيمتها الحالية، و مقارنتها ببدائل استثمارية على هذا الأساس .

جـ - تقييم الأسهم بواسطة الأرباح المحققة : من خصائص الأسهم العادية أن يكون لها نصيب من الأرباح المحققة، و معلوم أن قرار توزيع الأرباح غير ملزم بل هو اختياري متروك لقرار المنشأة، حيث يمكن توزيع كل الأرباح أو جزء منها أو عدم توزيعها على الإطلاق، و هذا يعني إعادة استثمارها لصالح المستثمرين للحصول على أرباح مضاعفة، و عليه يمكن استعمال مؤشر الأرباح المحققة من قبل المنشأة لتقييم أسهمها باعتبار أن تلك الأرباح هي مصدر الأرباح الموزعة على حملة الأسهم، و يمكن التعبير عن الأرباح الموزعة (D) بواسطة الأرباح المحققة (b)، مع الأخذ بعين الاعتبار أن المنشأة أعادت استثمار جزء من أرباحها بالعلاقة الآتية :

$$D = b - b_r \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

حيث أن b_r تعبر عن قيمة الأرباح التي أعيد استثمارها، هذه هي الحالة الشائعة في الحياة العملية .

و يمكن القول أن هذه القيمة تصبح مرتبطة بهذا العمل المعبر عن الحياة العملية و عليه فالقيمة الحالية هنا هي القيمة الحالية للفروق ($b - b_r$) خلال السنوات القادمة، و يمكن التعبير عنها بالعلاقة الآتية :

$$V = \frac{b_1 - b_{r_1}}{(1+r)} + \frac{b_2 - b_{r_2}}{(1+r)^2} + \ldots\ldots \frac{(b_n - b_{r_n})}{(1+r)^n} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (2)$$

حيث :

V : تمثل قيمة الشركة المعنية بعد إعادة استثمار جزء أو كل أرباحها

---

[1] محمد ناظم الشمري و أحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار المالي و العيني، دار وائل، عمان 1999 .

[2] أحمد بوراس، أسواق رأس المال، مطبعة جامعة قسنطينة، 2003 .

b : الأرباح المقدرة .

b- : الأرباح المعاد استثمارها .

r : معدل الخصم .

ملاحظة : نفس العلاقة يمكن استخدامها حيث تتوقف قيمته على ما ينتظره حملة الأسهم من أرباح تحقق من طرف شركاتهم .

2 – تقييم الأسهم الممتازة : يمكن حساب القيمة الحالية للأسهم الممتازة بنفس الطريقة المشار إليها عند حساب القيمة الحالية للأسهم العادية (حالة عدم وجود نمو للتوزيعات) مع ملاحظة أن :

- توزيعات الأسهم الممتازة ثابتة لا تتغير خلال سنوات قادمة .
- يحتفظ المستثمر بالسهم الممتاز لمدة طويلة جدا .

و عليه يمكن حساب القيمة الحالية للأسهم الممتازة بالعلاقة :

$$V_{ps} = \frac{D_{ps}}{k} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (15)$$

حيث :

V_{ps} : القيمة الحالية للأسهم الممتازة .

D : نصيب السهم من التوزيعات الثابتة .

K : معدل العائد المطلوب لهذا النوع من المخاطر .

3 – تقييم السندات : يمثل السند صك مديونية يصدر عن منشأة أو حكومة ومهما اختلفت أنواع السندات، فهي على العموم تتميز بالآتي :

- تدر على حاملا فوائد دورية سنوية أو نصف سنوية، و تحسب كنسبة من القيمة الاسمية للسند .
- تتيح استرداد المبلغ محل الدين الذي قامت الشركة أو الحكومة باقتراضه باستعمال السندات المعنية، و ذلك بحلول تاريخ الاستحقاق .

و يمكن حساب القيمة الحالية للسندات بالعلاقة الآتية :

$$V_0 = \frac{V_N + I}{(1+k)} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (16)$$

حيث :

V_N : القيمة الاسمية للسند .

I : مقدار الفائدة الدورية .

K : العائد المطلوب .

أما إذا كانت فترة الاستحقاق تزيد عن السنة فإن قيمة السند سوف تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية، و يكن حسابها بالعلاقة الآتية :

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{1}{(1+k)^t} + \frac{V_N}{(1+k)^n} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (17)$$

و لا يعتبر هذا الأسلوب الوحيد لتقييم السندات، إذا يمكن مثلا حساب المعدل المتوقع للسند (معدل العائد الداخلي) للسند و مقارنته بالعائد المطلوب من المستثمر على الاستثمار فيه .

و كخلاصة لتقييم الاستثمار في محفظة الأوراق المالية، نقول أنه ينبغي أن نشير إلى نقطتين هامتين للاستثمار في الأوراق المالية هما :

الأولى : سعر الخصم الذي يستعمل في الحصول على القيمة الحالية للتدفقات النقدية من أرباح موزعة أو غيرها من التدفقات، و المعروف بمصطلح العائد المطلوب، انطلاقا من رغبة المستثمر فيه أو طلبه عند الاستثمار في ورقة مالية معينة (سهم أو سند)، يعتبر تعويضا عن المخاطرة التي يمكن أن يتعرض لها عند اتخاذ قرار الشراء، حيث يعادل هذا المعدل تكلفة الفرصة البديلة، أو ما يعرف بمعدل رسملة الدخل.

و كما لاحظنا في دراستنا لمخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، فإن درجة المخاطرة تختلف من ورقة مالية لأخرى، سواء كانت سندا، سهما عاديا أو

سهما ممتازا، و عليه فالعائد المطلوب هو تعويض عن المخاطرة يرتفع أو ينخفض وفق الترتيب الذي درسناه .

الثانية : في كل حالة من حالات التقييم كنا نحصل على القيمة الحالية للورقة سواء كانت سهما أو سندا أو أطلق عليها اسم القيمة الحقيقية . و السؤال المطروح هنا : **ماذا نفعل بهذه القيمة ؟**

تتم المقارنة بين القيمة الحقيقية للورقة و قيمة التداول في سوق المال حيث أن :

- إذا كانت القيمة الحقيقية للورقة المالية أكبر من قيمة التداول، هذا يعني أن الورقة مقومة بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية لذا يكون القرار هو شراء المزيد من الأوراق و الاحتفاظ بما يستحوذ عليه المستثمر من أوراق .
- إذا كانت القيمة الحقيقية للورقة المالية أقل من قيمة التداول يكون القرار هو بيع ما يملكه المستثمر من أوراق و خلال فترة قصيرة .
- إذا كانت القيمة الحقيقية للورقة تساوي قيمة التداول تسمي حالة التوازن أي أن الورقة يتم تداولها بالقيمة الحقيقية .

من هذه المقارنة و من خلال دراستنا لإدارة الاستثمار في المحفظة المالية بالاعتماد على العائد و المخاطرة، وطرق تقييم الاستثمارات كان الهدف التركيز على توجيه المستثمر لأمواله و البدائل المتاحة لنوع معين من مكونات محفظة الأوراق المالية أو لكل منها بتناسب معين لمجموعة من الأوراق يطلق عليها الاستثمار في محفظة الأوراق المالية.