المحاضرة الثامنة: الأسهم (الأنواع، تقييم الأسهم، ربحية السهم)

يعد الإستثمار في الأسهم أحد أهم الاستثمارات المالية خاصة مع انتشار العولمة والتحرير المالي حيث لم يعد هناك أي قيود يمكنها أن تعيق حركة رؤوس الأموال.

تتناول هذه المحاضرة أنواع الأسهم، كيفية تقييم الأسهم العادية والأسهم الممتازة وكيفية حساب ربحية الأسهم.

1. أنواع الأسهم:

تصنف الأسهم وفقاً لاعتبارات ومعايير عديدة نذكر منها:

أولاً: بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك:

تقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى ثلاث أنواع وهي: أسهم نقدية وأسهم عينية وأسهم مختلطة.

➤ أسهم نقدية: وهي الأسهم التي يقدم فيها المساهم حصته من رأس المال نقداً مقابل الحصول عليها.

➤ أسهم عينية: وهي الأسهم التي يقدم فيها المساهم حصته من رأس المال عينا (مباني، أراضي) مقابل

الحصول عليها، يتم تقدير هذه الأسهم عبر إجراءات خاصة حتى يتم استخدامها بصيغة جيدة¹.

➤ أسهم مختلطة: هي الأسهم التي يقدم فيها المساهم أو الشريك حصة نقدية وحصة عينية.

ثانياً: بالنظر إلى شكلها القانوني:

تقسم الأسهم حسب شكلها القانوني إلى ثلاث أنواع وهي أسهم اسمية وأسهم لحاملها وأسهم إذنية.

¹ ميسون علي حسين، "الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية تأطير نظري"، مجلة بابل، المجلد 21، العدد 1، العراق، 2013، ص 70.

➤ **أسهم إسمية:** هي الأسهم التي تحمل اسم صاحبها، وتدون الأسهم الاسمية اسم مالكيها في صكوكها وتفيد في دفاتر الشركة.

➤ **أسهم لحاملها:** هي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكيها وإنما يذكر فيها كلمة "لحاملها"، يتداول بهذا النوع من الأسهم عن طريق التسليم المادي من المتنازل إلى المتنازل له (من يد إلى يد)¹.

➤ **أسهم إذنية:** يطلق عليها كذلك باسم "أسهم لأمر" وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكيها على الصك بالإضافة إلى ذكر النص الذي يشير لكونها لإذنه أو لأمره، بشكل عام هذا النوع من الأسهم نادر جدا.

ثالثا: بالنظر إلى حقوق حملتها:

➤ **أسهم عادية:** وهي الأسهم التي تمنح لحاملها حقوقا والتزامات متساوية ويتمتع حملة الأسهم العادية بالعديد من الحقوق، كما أنهم يتمتعون بمسؤولية محدودة بقدر حصتهم في رأس المال، تعتبر هذه الأسهم الأكثر شيوعا والأكثر رواجاً .

تتمثل أهم الحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم العادية في ما يلي:

- ✓ أنها تحول لحاملها حق حضور الجمعية العامة للشركة التي يتم من خلالها مناقشة كل أمور الشركة مثلا المصادقة على الحسابات الختامية للشركة ومناقشة توزيع الأرباح ومتابعة شؤون الإدارة وغيرها.
- ✓ حق عضوية مجلس الإدارة وحق الأولوية في الاكتتاب.
- ✓ حق الاطلاع على وثائق الشركة من سجلات ودفاتر محاسبية.
- ✓ حق التصويت لاختيار أعضاء الجمعية العامة للشركة، تعديل القانون الأساسي للشركة بالإضافة إلى اتخاذ القرارات الخاصة برفع رأس مال الشركة والكيفية التي يتم بها تقسيم الأرباح على الشركاء.

¹ شمعون شمعون، "بورصة الجزائر"، دار هومة، الطبعة 02، الجزائر، 1999، ص 23.

✓ حق الحصول على الأرباح الموزعة من طرف الشركة، حيث يتم اتخاذ قرار توزيع الأرباح من عدمه وكيفية توزيعها عند انعقاد الجمعية العامة للشركة.

✓ حق نقل ملكية الأسهم بالبيع أو بطرق أخرى ذكرناها سابقا إذا كان يملك الحد الأدنى من الأسهم.

✓ يتمتع حملة الأسهم العادية بالحق في أصول الشركة بعد التصفية وذلك بعد تسديد التزامات الدائنين وحملة الأسهم الممتازة والسندات في حالة لم تتجاوز مجموع ديون الشركة مجموع أصولها.

✓ يتحملون الأعباء في حال لم تحقق الشركة أرباحا أو إذا حققت أرباحا ولم تقرر توزيعها،¹ ويتقرر توزيع الأرباح من عدمه عند انعقاد الجمعية العامة للشركة.

➤ **أسهم ممتازة:** سميت بهذا الاسم لمنحها الأولوية والأفضلية لحاملها في الحصول على الأرباح وفي نصيبهم من ممتلكات الشركة عند التصفية،² وتصدر الشركة لهذا النوع من الأسهم لعدة أسباب من بينها رغبة الشركة في توزيع رأس مالها أو عدم الإقبال الكافي من الجمهور للاكتتاب في الأسهم الجديدة الصادرة أو عند رغبة الشركة في تمويل مشاريع جديدة.

تمثل أهم الحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم الممتازة في ما يلي:

✓ قد تعطي الأسهم الممتازة لحاملها أصوات إضافية في اجتماع الجمعية العامة للشركة.

✓ يتحصل حملة الأسهم الممتازة على الأرباح قبل توزيعها على باقي الأسهم.

✓ لهم الأولوية في إقتسام أصول الشركة عند التصفية.

✓ يتمتعون بمسؤولية محدودة بقدر حصتهم في رأس المال.

✓ للمساهمين القدماء الأولوية في الاكتتاب في الشركة.

¹ جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 17.

² سمير عبد الدايم، حسن العويسي، مرجع سابق، ص 27.

✓ ليس لهم الحق في التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائها إلا في حالات استثنائية مثل تراكم العوائد لعدة سنوات¹.

✓ يتحصل حملة الأسهم الممتازة على عوائد ثابتة مثل حملة السندات،² تتحدد في شكل توزيعات سنوية (نسبة ثابتة من القيم الاسمية للسهم).

رابعا: بالنظر إلى استرداد قيمتها الاسمية:

يقصد بالاستهلاك إمكانية استرداد صاحب الأسهم لقيمة أسهمه أثناء فترة حياة الشركة وتقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى نوعين:³

➤ **أسهم رأس المال:** هي أسهم لا يجوز لصاحبها أو مالكيها استرداد قيمتها إلا بعد الوفاء بديون الشركة عند انقضاءها، ووفقا لهذا المنطلق يظل المساهم شريكا في الشركة ويستطيع استرداد قيمة أسهمه ما دامت سارية النشاط.

➤ **أسهم التمتع:** هي أسهم لا يجوز لمالكها استرجاع قيمتها الاسمية إلا عند تصفية الشركة.

¹ منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في رأس المال"، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 1999، ص28.

² هوشيار معروف كاكما مولا، مرجع سابق، ص100-101.

³ سيد طه بدوي محمد، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001، ص104.

الجدول رقم(04): أنواع الأسهم حسب التصنيفات المختلفة.

أنواع الأسهم	من حيث التصنيفات
<ul style="list-style-type: none"> ✓ أسهم نقدية ✓ أسهم عينية ✓ أسهم مختلطة 	✓ من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك
<ul style="list-style-type: none"> ✓ أسهم إسمية ✓ أسهم لحاملها ✓ أسهم إذنية 	✓ من حيث بالنظر إلى شكلها القانوني
<ul style="list-style-type: none"> ✓ أسهم عادية ✓ أسهم ممتازة 	✓ من حيث حقوق حملتها
<ul style="list-style-type: none"> ✓ أسهم رأس المال ✓ أسهم التمتع 	✓ من حيث استرداد قيمتها الاسمية

المصدر: من إعداد الباحثة.

هناك أيضا أنواع أخرى من الأسهم العادية ظهرت نتيجة التطور الصناعي للشركات وأيضاً لخصوصية بعض الشركات نذكر منها ثلاث أنواع:

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** هي أسهم تصدرها بعض الشركات يرتبط هذا النوع من الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة، قد تخلق هذه الأسهم تضارب المصالح بين المستثمرين على الرغم من مزاياها العديدة.

- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** في سنوات الثمانينات أصدرت الولايات المتحدة الأمريكية تشريعاً جديداً يتمثل في إمكانية بيع الشركة لحصة من أسهمها العادية إلى العاملين لديها، باتباع خطة معينة تمكنهم من المشاركة في ملكية الشركة وذلك عبر خصم التوزيعات هذه الأسهم من إيرادات الشركة قبل احتساب الضرائب.

- الأسهم العادية المضمونة: ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة وهي أسهم تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض في حال إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى نسبة معينة خلال فترة محددة.

2- أوجه التشابه والاختلاف بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

يتشابه حملة الأسهم العادية مع حملة الأسهم الممتازة في عدة نواحي نذكر أهمها أن كلاهما يمثلان أداة ملكية، وليس لكلاهما تاريخ استحقاق بالإضافة إلى كونهم يتمتعون بمسؤولية محدودة بقدر مساهمتهم في رأس المال، بينما تختلف الأسهم العادية عن الأسهم الممتازة من حيث العوائد، فعوائد الأسهم العادية مرتفعة مقارنة مع الأسهم الممتازة في حين أن الأسهم الممتازة تضمن لحامليها نسب ثابتة من الأرباح الموزعة.

ارتفاع عوائد الأسهم العادية يترتب عليها نسبة مخاطرة كبيرة كتحصيل حاصل ذلك أن حملة الأسهم الممتازة لهم الأولوية في الحصول على الأرباح قبل توزيعها على باقي الأسهم، وبالتالي لن يتحصل حملة الأسهم العادية على الأموال إلا بعد دفع الشركة لديونها البنكية وتسديد ديون السندات ودفع مستحقات الأسهم الممتازة، أما في حالة تصفية الشركة يتحصل حملة الأسهم الممتازة على موجودات الشركة قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات.

ينتج عن الاستثمار في الأسهم بشكل عام عدة مخاطر أهمها مخاطر تقلب أرباح الشركة، مخاطر التضخم ومخاطر إفلاس الشركة وتخلفها عن سداد التزاماتها.

3- تقييم الأسهم:

تعتبر عملية تقييم الأسهم والسندات أداة هامة من أدوات اتخاذ القرار بالنسبة لصناع القرار الاستثماري، وبالتالي عملية تقييم الأوراق المالية ينتج عنها تقدير قيمة الأرباح المتوقع الحصول عليها من الاستثمار في تشكيلة من الأسهم والسندات، وتوثر الظروف الاقتصادية السائدة على اتجاه حركة أسعار الأسهم والسندات حيث تؤثر مثلا أسعار الفائدة السائدة على اتجاه توجه أسعار الأسهم والسندات.

1.3- تقييم الأسهم العادية: يتم تقييم الأسهم بالاعتماد على القيمة الاسمية و القيمة الدفترية والقيمة

السوقية للسهم وذلك للوصول إلى القيمة الحقيقية للأسهم.

يوجد العديد من النماذج التي تعتمد في عملية تقييم الأسهم وسنتطرق إلى أكثر النماذج استخداما في

تقييم الأسهم وهي:¹

أولا: نموذج تقييم الأسهم بواسطة الأرباح الموزعة:

يتم من خلال هذا النموذج قيام المحلل المالي بتقدير التوزيعات المستقبلية للسهم وبالتالي تقدير العائد، يقوم هذا

النموذج بالعلاقة التالية:

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

حيث أن:

V_0 : القيمة الحالية للسهم

¹ سحنون محمد، "إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة"، مجلة العلوم الإنسانية بحوث اقتصادية، المجلد ب، العدد 31 جوان 2009، ص 126.

K : يمثل معدل العائد المطلوب

D₁ : يمثل التوزيعات للسنة 1

D₂ : يمثل التوزيعات للسنة 2

D_n : يمثل التوزيعات للسنة n

ملاحظة: يتناسب معدل العائد المطلوب مع نسبة المخاطرة للسهم.

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \left(\frac{D_t}{(1+k)^t} \right) \dots \dots \dots (2)$$

وتختلف هذه العلاقة الرياضية حسب نمط التوزيعات حسب الحالات التالية:

أ- في حالة عدم وجود نمو للتوزيعات:

يكون قرار التوزيع للأرباح هو توزيع كل الأرباح أي أن معدل توزيع الأرباح 100 %، وفي هذه الحالة تصبح

العلاقة الرياضية على الشكل التالي:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \left(\frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{E(P)}{(1+k)^t} \right) \dots \dots \dots (3)$$

علما أن:

E(P): يمثل سعر البيع المتوقع للسهم خلال سنة t وهنا **t=1**.

ب- في حالة النمو الثابت للتوزيعات: في حالة الأسهم العادية لا يتوقع أن تبقى التوزيعات ثابتة وهي من

المتوقع أن تنمو بمعدل ثابت (g) حيث تصبح العلاقة الرياضية على الشكل التالي:¹

$$V_0 = \frac{D_t}{K-g} \dots \dots \dots (4)$$

حيث أن:

g تمثل معدل نمو التوزيعات.

ثانيا: نموذج تقييم الأسهم بواسطة الأرباح المحققة:

تتميز الأسهم العادية بأن مالكيها يتمتع بنصيب من الأرباح المحققة، وقلنا سابقا أن قرار توزيع الأرباح يعود لقرار الجمعية العامة للشركة، حيث تقرر الجمعية العامة توزيع كافة الأرباح أو توزيع جزء منها أو عدم توزيعها على الشركاء، وفي حالة عدم توزيعها قد تقرر إعادة استثمارها لمضاعفة الأرباح، وبالتالي يمكن استخدام معيار أو مؤشر الأرباح المحققة من طرف الشركة لتقييم أسهمها، يطلق على الأرباح الموزعة (D) بواسطة الأرباح المحققة (b)، يمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية:²

$$D = b - b_r \dots \dots \dots (5)$$

حيث أن:

b_r : تمثل قيمة الأرباح المحققة والتي تقرر إعادة استثمارها، تصبح هذه القيمة مرتبطة بهذا العمل في الواقع،

وتصبح القيمة الحالية للسهم هي الفرق بين b و b_r خلال السنوات القادمة، ويعبر عنها بالعلاقة التالية:

¹ سحنون محمد، مرجع سابق، ص 129.

² سحنون محمد، مرجع سابق، ص 129.

$$V = \frac{b_1 - b_{r1}}{(1+r)} + \frac{b_2 - b_{r2}}{(1+r)^2} + \frac{b_n - b_{rn}}{(1+r)^n} \dots \dots \dots (6)$$

حيث أن:

V: تمثل القيمة الحقيقية للشركة بعد إعادة استثمار كل أو جزء من أرباحها.

b: قيمة الأرباح المقدرة.

b_r: قيمة الأرباح بعد إعادة استثمارها.

r هو معدل الخصم.

ثالثا: نموذج تقييم الأسهم بواسطة التدفقات النقدية:

هو نموذج يعتمد بالأساس على القيمة الحالية للتدفقات النقدية، حيث أن الفرق الرئيسي بين نموذج تقييم الأسهم عبر الأرباح الموزعة ونموذج تقييم الأسهم بواسطة التدفقات النقدية هو أن هذا الأخير يأخذ بعين الاعتبار القيمة السوقية للأصول بعد اهتلاكها، بينما نموذج تقييم الأسهم عبر الأرباح الموزعة لا يأخذها بعين الاعتبار حيث يعتبر هذا النموذج أن الأرباح الموزعة هي تدفق دائم وبالتالي فإن الأسهم تستمد قيمتها من القيمة الحالية للتدفقات النقدية لتلك الأسهم.

2.3 تقييم الأسهم الممتازة:

تشابه طريقة حساب القيمة الحالية للأسهم الممتازة مع طريقة حساب القيمة الحالية للأسهم العادية في

حالة وجود نمو للتوزيعات، حيث يعبر عنها بالعلاقة التالية:¹

$$V_0 = \frac{D_t}{K} \dots \dots \dots (7)$$

حيث أن:

V_0 : تمثل القيمة الحالية للأسهم الممتازة.

D : يمثل نصيب السهم من التوزيعات الثابتة.

K : هو معدل العائد المطلوب لهذا النوع من المخاطر.

ملاحظة:

- إن توزيعات أرباح الأسهم الممتازة قيمها ثابتة عبر السنوات.

- أن المستثمر بالأسهم الممتازة يحتفظ بها لسنوات طويلة.

4- حساب ربحية السهم:

يسمى كذلك بنسبة العائد الصافي لكل سهم، وهو نصيب كل سهم من الأرباح التي حققتها الشركة أو المؤسسة

خلال فترة معينة قبل القيام بأية توزيعات، ويتم حساب ربحية السهم بالعلاقة التالية:¹

¹ سحنون محمد، مرجع سابق، ص 129-130.

ربحية السهم الواحد = صافي الأرباح بعد الضريبة / عدد الأسهم العادية المكتتب بها

وتحتسب ربحية السهم كذلك بالعلاقة التالية:

ربحية السهم الواحد = العوائد المحققة من المؤسسة / عدد الأسهم العادية المكونة لرأس المال

وهذا مع الأخذ بعين الاعتبار الافتراضات التالية:

- ✓ أن الشركة لا تقوم بتوزيع جميع الأرباح التي حققتها.
- ✓ قد يقرر مجلس الإدارة عدم إعطاء أية توزيعات للمساهمين في الشركة.
- ✓ قد تحقق الشركة خسائر ويتقرر توزيع أرباح باستخدام الاحتياطات المحتجزة على المساهمين.

ويبقى مقياس ربحية السهم معيار نسبي لقياس الأداء وليس معيار حقيقي، لأنه في الحقيقة يتجاهل تكلفة

رأس المال المستثمر لتحقيق تلك الأرباح، مما يضطر مدراء المحافظ المالية قبول تلك الاستثمارات ذات الأرباح

الموجبة بغض النظر ما إذا كانت تغطي هذه الأرباح تكلفة رأس المال أم لا.

¹ رشيد حفصي وآخرون، "تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم-دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2016"، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 09، العدد 03، الجزء 2، 2019، ص 205.