

تقييم الإستثمار بالأسهم العادية باستخدام صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي -دراسة تطبيقية-

أ. د. محمد علي ابراهيم العاصري
عبدالله علي احمد القويشي

١- المقدمة :

يعد موضوع تقييم الأسهم العادية وتحديد قيمة السهم من المواضيع التي نالت قدراً كبيراً من الإهتمام، وذلك في ضوء تعدد أساليب التقييم والعوامل المؤثرة على قيمة السهم داخل وخارج المنشأة.

كما يُعد كل من صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي من الأساليب التي احتلت حيزاً كبيراً من الأهمية في الأدبيات المالية، وأساس دراسة هذين الأسلوبين لتقييم الاستثمارات الرأسمالية غير أن الأدبيات المالية الحديثة أخذت باستخدامهما في تقييم الاستثمار في الأسهم العادية.

حيث جاء صافي القيمة الحالية معياراً سليماً لتقييم الاستثمار في الأسهم العادية، فكلما تمكنت الشركة من تعظيم القيمة الحقيقية لأسهمها العادية، بما يجعل من صافي القيمة الحالية للإستثمار في الأسهم موجباً، كلما اقتربت من تحقيق هدفها الرئيسي الذي يتجسد بتعظيم ثروة المالكين.

كما أن معدل العائد الداخلي هو الآخر معياراً سليماً لتقييم الاستثمار في الأسهم العادية إذ تتم مقارنته مع معدل العائد المطلوب (كلفة التمويل)، فالشركات التي لا تحقق من استثمارها عائداً يغطي في الأقل كلفة تمويلها يتعين عليها أن تعيد النظر في سياستها الاستثمارية.

وفي ضوء ما تقدم فقد جاء هذا البحث لقياس وتحليل قيمة السهم من خلال العرض النظري والتحليل التطبيقي بإطار أسلوب صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي.

٢- الإطار النظري :

أ - أسلوب صافي القيمة الحالية:

يعد أسلوب صافي القيمة الحالية Net Present Value أحد طرق مدخل القيمة الحالية والذي يرتبط بالمبادئ الأساسية التي تقوم عليها المنفعة حيث أن التدفق النقدي الذي يتم تسلمه في الوقت الحالي يكون ذا منفعة أكبر من مبلغ التدفق النقدي الذي يتم تسلمه في وقت لاحق، وفي ظل مدخل القيمة الحالية فإن التدفق النقدي الذي يتم استلامه في المستقبل يمتلك نفس القيمة التي يمكن الحصول عليها في الوقت الحالي وهي القيمة الحالية للتدفق النقدي المستقبلي^(١).

وتعد القيمة الحالية أو التدفقات النقدية المخصومة تقنية مالية تستخدم بشكل واسع في تقييم قرارات الاستثمار، لذا فإنها مفهوم ذات أهمية أساسية في الأدبيات المالية^(٢). واستناداً إلى مدخل القيمة الحالية فإن قيمة الأسهم تكون عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، والتي هي القيمة المخصومة لمقسوم الأرباح المستقبلي^(٣). وفي ضوء ذلك يتحدد صافي القيمة الحالية بطرح القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة والمتمثلة بكلفة شراء الأسهم من القيمة الحالية للتدفقات الداخلة والمتمثلة بمقسوم الأرباح المستقبلي على وفق المعادلة الآتية^(٤):

$$NPV = V - P$$

$$NPV = \frac{D1}{K-g} - P$$

حيث أن:

NPV = صافي القيمة الحالية

V = القيمة الحقيقية للسهم

P = متوسط السعر السوقي للسهم

D1 = مقسوم الأرباح المتوقع

K = معدل العائد المطلوب

g = معدل النمو في مقسوم الأرباح

ولكي يكون الاستثمار ذا قيمة ينبغي أن تتجاوز القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، ويتم اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم العادية في ظل صافي القيمة الحالية من خلال مقارنة القيمة الحقيقية للسهم بالقيمة السوقية، فإذا كانت القيمة الحقيقية للأسهم أكبر من القيمة السوقية للأسهم فهذا يعني أن صافي القيمة الحالية للاستثمار في الأسهم العادية موجباً، ومن ثم سيندفع المستثمرون نحو شراء هذه الأسهم، بينما عندما تكون القيمة الحقيقية للأسهم العادية أدنى من قيمتها السوقية فإن صافي القيمة الحالية للاستثمار يكون سالباً، وعندها يحجم المستثمرون عن شراء تلك الأسهم^{(٥)،(٦)}.

ب - معدل العائد الداخلي:

يعد معدل العائد الداخلي معدل العائد المتوقع أن تحققه الشركة على الاستثمار، ويحتسب معدل العائد الداخلي للاستثمار في الأسهم على وفق المعادلة الآتية^(٧).

$$NPV = \frac{D1}{P} + P$$

ويكون العائد المتوقع من قبل المستثمر عن شراء أو الاحتفاظ بالسهم يتكون من عائد مقسوم الأرباح زائداً نسبة النمو المتوقع حصوله في مقسوم الأرباح^(٨).

ويمكن استخدام معدل العائد الداخلي في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم العادية من خلال مقارنة معدل العائد الداخلي للسهم مع معدل العائد المطلوب على السهم، فالأسهم العادية التي يتوقع أن يكون عائدها أعلى من سعر خصمها يجب شراؤها حيث تكون منخفضة التسعير، وعلى العكس من ذلك في حالة أن يكون معدل العائد الداخلي للسهم أقل من سعر الخصم (معدل العائد المطلوب) فإن الأسهم العادية تكون مغالاة في تسعيرها ويجب أن يتم بيعها^(٩).

٣- المنهجية:

أ- مشكلة البحث:

من المواضيع التي نالت اهتماماً متزايداً من قبل المهتمين بالإدارة المالية والمستثمرين هو تقييم الأوراق المالية بصفة عامة والأسهم العادية بصفة خاصة، وعلى الرغم من الصعوبات

التي تواجه عملية التقييم بالنظر الى النسبة العالية من عدم التأكد المرتبط بمقسوم الأرباح الموزع لهذه الأسهم وتوقيت دفعها ونموها علي مر الزمن إلا أن الدراسات بشأن تقييم الأسهم العادية لا زالت مستمرة من أجل الوصول الى قيمة حقيقية للسهم بحيث يمكن اعتمادها أساساً في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم العادية، وفي ضوء ذلك تتجسد مشكلة البحث في تحديد قيمة السهم في السوق المالية باستخدام أسلوب صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي ومعرفة مدى التوافق أو التباين في القيمة السوقية للأسهم العادية عن قيمتها الحقيقية.

ب- أهمية البحث:

تأتي أهمية هذا البحث في أنه يتناول مشكلة أساسية من مشاكل الادارة المالية والاستثمارات المالية، إذ تعد مشكلة المفاضلة والاختيار المشكلة الأساس في الاستثمارات المالية وعلى وجه الخصوص الأسهم العادية، نظراً لتنوع مجالات الإستثمار وتعدد الأمر الذي يستلزم اختيار الآلية المناسبة التي يتم بموجبها ترجمة توقعات المستثمرين، بما يسهم في اتخاذ قرار الاستثمار المناسب.

يُضاف الى ذلك تناوله للكيفية التي تحدد فيها قيمة السهم بإطار أسلوبين من الأساليب المهمة في الأدبيات المالية وهما صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي.

ويكتسب هذا البحث أهميته من أهمية الموضوع الذي يتناوله وطبيعة مشكلته المتمثلة بتحديد قيمة السهم ومعرفة ملائمة أسلوب صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم العادية.

ج- أهداف البحث:

تقييم الاستثمار بالأسهم العادية وفقاً لأسلوب صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي وتبسيط الضوء على أوجه الاختلاف والتوافق في النتائج الناجمة عن استخدام الأسلوبين في تقييم الأسهم العادية ومرد هذا الاختلاف أو التوافق، فعندما تختلف نتائج التقييم للأسلوبين ينبغي معرفة سبب الإختلاف، أما اذا توافقت النتائج ينبغي أيضاً تبيان

الكيفية التي تم التوصل بموجبها الى هذا التوافق في النتائج وعند ذلك يمكن الإطمئنان الى سلامة أساس التقييم.

د- فرضية البحث:

تتوافق نتائج التقييم للأسهم العادية في السوق المالية عند استخدام أسلوب صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي في تقييم الاستثمار في الأسهم العادية.

هـ- عينة البحث:

شملت عينة البحث (٧) شركات من الشركات العراقية في القطاع الصناعي المختلط، المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية، وإن عدد شركات هذا القطاع (١٤) أربعة عشر شركة، وبهذا فإن العينة تمثل ٥٠٪ من مجتمع البحث الذي هو شركات القطاع الصناعي المختلط، وبهذا يمكن تمثيل المجتمع تمثيلاً صحيحاً وبالتالي إمكانية تعميم نتائج هذه العينة على مجتمع البحث. اعتمدت البيانات السنوية التي يصدرها سوق بغداد للأوراق المالية، والخاصة بأسعار الأسهم للشركات عينه البحث، إلى جانب استخدام الميزانية العمومية وكشوفات الدخل للمدة ١٩٩٤-١٩٩٩، وهي ست سنوات تفي بمتطلبات البحث.

٤- التحليل التطبيقي لنتائج الدراسة:

أ - حساب متغيرات البحث:

من بين المتطلبات الأساسية لاستخدام IRR, NPV هو حساب كلفة التمويل والتي تتمثل في معدل العائد المطلوب، ويعد نموذج CAPM أحد أشهر النماذج لحساب معدل العائد المطلوب، كونه يجمع بين المخاطرة والعائد عند حسابه ومعادلة النموذج هي^(١٠).

$$RR(k) = R_f + (R_m - R_f) B$$

حيث أن:

$$RR(K) = \text{معدل العائد المطلوب}$$

$$R_f = \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة}$$

$$R_m = \text{معدل عائد محفظة السوق}$$

$$B = \text{معامل بيتا}$$

ولغرض استخدام CAPM معدل العائد المتحقق وذلك بعد أن جرى تقدير معامل بيتا

السهم (B) لكل شركة ضمن العينة على وفق ماييلي (١١):

$$B = \frac{\text{cov}(R_j, R_m)}{\delta^2 R_m}$$

فيما تم احتساب معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق R_m الناتج من قسمة مجموع متوسط معدلات العوائد المتحققة ضمن محفظة السوق البديلة على عدد السنوات التي خضعت للدراسة.

أما بالنسبة لمعدل العائد الخالي من المخاطرة R_m فقد اعتمدت أسعار الفوائد على ودائع التوفير كما حددها البنك المركزي العراقي والتي بلغ متوسطها للسنوات الخاضعة للدراسة ١٠٪.

جدول (١) معدل العائد المطلوب

م	الشركة	94	95	96	97	98	99	Rj	B	Rf	K
1	الكيميائية	3.759	-0.04	-0.38	0.07	0.585	0.9	0.732	1.008	.10	0.729
2	الإلكترونية	4.272	-0.16	-0.55	0.25	0.906	0.152	0.811	1.150	.10	0.818
3	الغذائية	4.49	-0.3	-0.39	0.384	0.029	0.463	0.779	1.225	.10	0.865
4	الهندسية	3.424	-0.12	-0.46	-0.18	0.596	0.155	0.591	0.936	.10	0.685
5	الدرجات	2.36	-0.3	0.423	0.139	0.288	0.513	0.570	0.588	.10	0.467
6	الخفيفة	4.81	-0.33	-0.46	0.051	0.417	0.803	0.881	1.323	.10	0.926
7	الغازية	2.628	-0.13	-0.7	0.272	-0.34	2.499	0.704	0.766	.10	0.578
	Rm	3.677	-0.17	-0.35	0.140	0.354	0.712	0.724	-	-	-

- تم حساب معدل النمو المتوقع في مقسوم الأرباح على وفق ماييلي (١٢):

$$g = \text{ROE} \times (1-b)$$

حيث أن:

g = معدل النمو المتوقع في مقسوم الأرباح

ROE = معدل العائد على حق الملكية

(1-b) = نسبة الاحتجاز

في حين تم حساب مقسوم الأرباح المتوقع كمايلي (١٣) :

$$D1=Do(1+g)$$

جدول (٢) يظهر مقسوم الأرباح ومعدل نموه

م	الشركة	94	95	96	97	98	99	المتوسط	d1	g
1	الكيمياوية	0.964	0.5	1	1	1.5	1.6	1.094	1.626	0.484
2	الإلكترونية	1.5	1	0.5	1	1	0.753	0.933	1.231	0.311
3	الغذائية	0.5	0.25	1	2	2	1	1.120	1.587	0.408
4	الهندسية	0.5	0.5	0.3	0.73	0.4	0.35	0.463	0.589	0.273
5	الدرجات	0.5	1	1	0.5	0.5	1	0.75	1.071	0.429
6	الخفيفة	0.5	1	1	0.75	1	2	1.041	1.490	0.430
7	الغازية	0.4	0.9	2	2	1	1.5	1,3	1.851	0.424

ب - تقييم الأسهم وفقاً لأسلوب صافي القيمة الحالية:

يظهر الجدول (٣) تقييم الاستثمار في الأسهم العادية وفقاً لأسلوب صافي القيمة الحالية ومنه يظهر التسعير المضحك لأسهم الشركات عينة البحث نظراً لأن التدفقات المتمثلة بمقسوم الأرباح كانت قليلة مما انعكس على إنخفاض القيمة الحقيقية للأسهم مقابل الارتفاع في أسعار الأسهم السوقية لأسهم الشركات، وحيث أن صافي القيمة الحالية عبارة عن الفرق بين القيمة الحقيقية للسهم والقيمة السوقية لها، لذا كانت نتائج صافي القيمة الحالية سالبة بما يؤثر التسعير المضحك لأسهم الشركات.

جدول (٣) نتائج تقييم الأسهم العادية باعتماد صافي القيمة الحالية

م	الشركة	D1	K	g	V	P	NPV	نتيجة التسعير
1	الكيميائية	1.623	0.729	0.79	6.610	45.474	-38.868	مضخم
2	الإلكترونية	1.231	0.818	0.05	2.476	47.928	-45.456	مضخم
3	الغذائية	1.543	0.865	0.77	3.466	43.72	-40.255	مضخم
4	الهندسية	0.589	0.586	0.37	1.432	13.924	-12.497	مضخم
5	الدرجات	1.071	0.467	0.73	27.821	42.058	-14.232	مضخم
6	الخفيفة	1.490	0.926	0.55	3.005	31.32	-24.313	مضخم
7	الغازية	1.853	0.578	0.62	12.008	32.792	-20.785	مضخم

ب- تقييم الاستثمار وفقاً لأسلوب معدل العائد الداخلي:

يظهر الجدول (٤) تقييم الاستثمار في الأسهم العادية على وفق معدل العائد الداخلي، ومنه يظهر التسعير المضخم لأسهم الشركات وذلك نظراً لانخفاض مقسوم الأرباح لأسهم الشركات وفي المقابل ارتفاع معدلات الخصم المتمثلة بمعدل العائد المطلوب، نتيجة التقلب في أسعار الأسهم، وحيث أن معدل العائد الداخلي لأسهم الشركات كان أقل من معدل العائد المطلوب والذي يمثل كلفة التمويل، لذا تؤثر نتائج التقييم وفقاً لمعدل العائد الداخلي التسعير المضخم لأسهم الشركات.

جدول (٤) نتائج تقييم الاسهم العادية باعتماد صافي القيمة الحالية

م	الشركة	D1	P	g	IRR	IRR-K	نتيجة التسعير
1	الكيميائية	1.623	45.474	0.79	0.520043	-0.20993	مضخم
2	الإلكترونية	1.231	47.928	0.05	0.337227	-0.48132	مضخم
3	الغذائية	1.543	43.72	0.77	0.444572	-0.42081	مضخم
4	الهندسية	0.589	13.924	0.37	0.31553	-0.36953	مضخم
5	الدرجات	1.071	42.058	0.73	0.454652	-0.01304	مضخم
6	الخفيفة	1.490	31.32	0.55	0.478249	-0.44823	مضخم
7	الغازية	1.853	32.792	0.62	0.480799	-0.09773	مضخم

٥- الاستنتاجات والتوصيات:

استهدفت الدراسة الحالية تقييم الاستثمار بالأسهم العادية على وفق صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي، والتي أخذت أدبيات الاستثمار استخدامهما في تقييم الاستثمار في الأسهم العادية.

حيث تعد صافي القيمة الحالية معياراً سليماً لتقييم الاستثمار في الأسهم العادية، فكما تمكنت الشركة من تعظيم القيمة الحقيقية لأسهمها العادية، بما يجعل من صافي القيمة الحالية للاستثمار في الأسهم موجباً، كلما اقتربت من تحقيق هدفها الرئيسي الذي يتجسد بتعظيم ثروة المالكين. كما يُعد معدل العائد الداخلي هو الآخر معياراً سليماً لتقييم الاستثمار في الأسهم العادية، إذ تتم مقارنته مع معدل العائد المطلوب (كلفة التمويل)، فالشركات التي لا تحقق من استثمارها عائداً يغطي في الأقل كلفة تمويلها يتعين عليها أن تُعيد النظر في سياستها الاستثمارية.

وقد أظهرت نتائج التقييم لأسهم الشركات عينة البحث على وفق أساليب التقييم المعتمدة في هذه الدراسة والمتمثلة في صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي التسعير المضخم لأسهم الشركات عينة البحث وبما يشير الى توافق النتائج في ظل الأسلوبين.

حيث أشرت نتائج تقييم الأسهم العادية باستخدام صافي القيمة الحالية التسعير المضخم لأسهم الشركات عينة البحث، فلقد كانت نتائج NPV سالبة لجميع أسهم الشركات، ويعود السبب الى إنخفاض القيمة الحقيقية لأسهم الشركات، نظراً لانخفاض مقسوم الأرباح، وفي المقابل ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركات، نتيجة الارتفاع في المستوى العام للأسعار، فضلاً عن ارتفاع معدلات خصم التدفقات النقدية (معدل العائد المطلوب)، وتدل هذه النتيجة على عدم قدرة الشركات على تحقيق عوائد على أسهمها تغطي كلفة الاستثمار.

كما أن نتائج تقييم الأسهم العادية باستخدام معدل العائد الداخلي أظهرت التسعير المضخم لأسهم الشركات حيث كان معدل العائد الداخلي دون مستوى معدل العائد المطلوب، والسبب في ذلك هو إنخفاض الأرباح الموزعة على المساهمين، وارتفاع معدل العائد المطلوب

نتيجة لارتفاع المخاطرة النظامية، نظراً للتقلب في أسعار الأسهم السوقية، بما يؤثر التسعير المضخم لأسهم الشركات.

ولغرض تشجيع المستثمر في الأسهم العادية لأبد من السعي نحو رفع القيمة الحقيقية للأسهم والذي يشكل إنخفاضها السبب الرئيسي في انخفاض صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي للأسهم ويتطلب تحقيق ذلك الهدف العمل على زيادة توزيعات الأرباح على المساهمين وتدنية معدلات الخصم وكذا زيادة معدلات النمو في مقسوم الأرباح للأسهم وبما يسهم في زيادة أسعار أقياماها المتوقعة في المستقبل.

المصادر:

- 1- Shukla, Ravi, "Investment" 2nd., 1999, p.1.
- 2- McMEnamin, Jim. " Financial Management: an Introduction" 1st. ed. N.Y. , Routledge, 1999.p.165.
- 3- Jones, Charles, P. "Investment Analysis and Mangement" ,7th.ed, N.Y., Hohn Wiley and Sons, Inc., 2000.p252.
- 4- Sharpe, william, F. and Alexander, gordan. J., "Investment",4th.ed., N.J.: Prentice-Hall., 1990. p.492.
- 5- Bailey, R.E., "Economics of financial Markets", 2001., WWW. ca-sact.org/^pubs/proceed 97/97301.p.180-181.
- 6-(1) p.11.
- 7-(2) P.467.
- 8- Chrsty George A. and Clendenin John C. "Introduction to Investment" 8th.ed., N.Y.: McGraw-Hill, 1982,p.108.
- 9-(1)p.11.
- 10- Ross, Stephen A and Westerfield, Randolph W. and Jordan, Bradford D. "Fundamentals of Corporate Finance", 4th.ed. USA.: McGraw-Hill. Inc. 1998,p.416.
- 11- Smith, richard L and Smith, Janet Kiholm, "Entrepreneurial Finance" 1st.ed. N.Y.: John Wiley and Sons, Inc. 2000.P245.
- 12- Van Horne, James C. " Financial Management and Policy" 11th. ed. N.J.: Prentice-Hall, Inc., 1998.p.30.
- 13- (5) P.166.