

# المحاضرة الرابعة عشر الجزء الأول

## تقييم السندات والأسهم

يهدف هذا الفصل إلى:

- توضيح كيفية استخدام مفهوم القيمة الزمنية للنقود في تقييم السندات والأسهم.
- تحديد التدفقات المرتبطة بالسندات.
- تقييم التدفقات النقدية المرتبطة بالسندات باستخدام أسلوب خصم التدفقات النقدية.
- تحديد التدفقات النقدية المرتبطة بالأسهم.
- تقييم التدفقات النقدية للأسهم.

تقييم السندات:

- تتميز السندات بسهولة تقييمها مقارنة بالأوراق المالية الأخرى وذلك لسهولة تقدير التدفقات النقدية المرتبطة بها.
- لتحديد قيمة السند لابد من توفر العناصر التالية:
  - ✓ عدد الفترات المتبقية لانقضاء أجل السند.
  - ✓ القيمة الاسمية للسند.
  - ✓ معدل الفائدة الاسمي.
  - ✓ معدل الفائدة الفاعلة السوقي على السندات المشابهة.

ويمكن حساب قيمة السند بالصيغة التالية:

$$PVB = \sum_{t=1}^N \frac{I_t}{(1+R)^t} + \frac{P_n}{(1+R)^n}$$

حيث:

PVB = القيمة الحالية للسند

I = قيمة الفائدة الاسمية للسند (معدل الفائدة الاسمي × القيمة الاسمية للسند)

Pn = القيمة الاسمية للسند

R = معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السند

n = عدد الفترات حتى الاستحقاق

t = الفترات وتتراوح من 1 حتى n

### مثال:

➤ ترغب شركة في الحصول على مبلغ = ١٠٠٠ ريال

➤ معدل الفائدة الاسمي = ١٠%

➤ معدل الفائدة الفاعلة السوقي على السندات المشابهة = ١٠%

$$PVB = \frac{100}{(1+0.1)^1} + \frac{100}{(1+0.1)^2} + \dots + \frac{100}{(1+0.1)^{10}} + \frac{1000}{(1+0.1)^{10}} \quad \text{بتطبيق المعادلة السابقة:}$$

### ملاحظة:

❖ التدفقات النقدية (الفوائد) من السنة ١ إلى السنة ١٠ = منتظمة (١٠٠ ريال)

ويستخدم لها الجدول المالي (رقم ٤)

❖ التدفق النقدي (قيمة السند في نهاية الفترة) عند السنة العاشرة يستخدم له

الجدول المالي (رقم ٣)

$$PVB = (100 \times 6.144) + (1000 \times 0.3855) = 614.46 + 385.5 = 1000 = \text{قيمة السند}$$

### تقويم الأسهم الممتازة:

➤ تتشابه الأسهم الممتازة مع السندات في أنها تحمل عائداً ثابتاً.

➤ لا يشارك حملة الأسهم الممتازة في إدارة الشركة (من خلال الجمعية العمومية)،

➤ للأسهم الممتازة أولوية في الأرباح الموزعة عن الأسهم العادية.

➤ للأسهم الممتازة أولوية عند تصفية الشركة الموزعة عن الأسهم العادية.

➤ ليس للأسهم الممتازة موعد استحقاق مثلها مثل الأسهم العادية (أبدية).

### حساب قيمة الأسهم الممتازة:

يتم حساب قيمة الأسهم الممتازة عن طريق خصم الأرباح المستحقة بالصيغة التالية:

$$PVP = \frac{D}{R}$$

**PVP** = القيمة الحالية للأسهم الممتازة.

**D** = الربح الموزع على السهم الممتاز.

**R** = معدل العائد المطلوب

**مثال: إذا كانت:**

➤ الأرباح الموزعة للأسهم الممتازة ٨ ريال للسهم.

➤ معدل العائد المطلوب = ١٠%.

بتطبيق المعادلة السابقة فإن قيمة الأسهم الممتازة =

$$PVP = \frac{D}{R} = \frac{8}{0.10} = 80$$

**مثال:**

➤ إذا كان السعر الحالي للسهم الممتاز = ١٢٠ ريال.

➤ الأرباح الموزعة = ١٠ ريال للسهم.

➤ المطلوب: ما هو معدل العائد المطلوب على السهم:

يحسب معدل العائد المطلوب م المعادلة السابقة كالتالي:

$$R = \frac{D}{PVP} = \frac{10}{120} = 8.33\%$$

**تقويم الأسهم العادية: من خصائص الأسهم العادية:**

١- التدفقات النقدية للأسهم العادية غير معروفة مسبقاً.

٢- فترة الاستحقاق على الأسهم العادية غير محددة (أبدية)

٣- صعوبة تحديد معدل العائد المطلوب

**يمكن تقييم الأسهم العادية بالصيغة التالية:**

$$P_0 = \sum_1^{\infty} \frac{D_t}{(1+R)^t}$$

**P<sub>0</sub>** = سعر السهم العادي

**D<sub>t</sub>** = الربح الموزع في نهاية الفترة الأولى.

**R** = معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

## المحاضرة الرابعة عشر الجزء الثاني

### هيكل رأس المال والرفع المالي

#### مقدمة:

يهدف هذا الفصل إلى تحديد هيكل رأس المال الأمثل الذي يزيد من القيمة السوقية للمنشأة من خلال الإجابة على الأسئلة التالية:

- هل استخدام مصادر تمويل بعينها يؤثر على السعر السوقي للسهم.
- ما هي العوامل التي تؤثر في اختيار الهيكل المالي للمنشأة.
- هل الرفع المالي يؤثر على قيمة المنشأة.
- ما هي المداخل المختلفة لدراسة العلاقة بين سياسة التمويل ومصادرة وكل من قيمة المنشأة وتكلفة رأس المال.

#### أثر الرفع المالي على قيمة المنشأة:

يشير الرفع المالي إلى استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة ضمن الهيكل المالي مثل:

✓ الديون.

✓ الأسهم الممتازة.

يمكن لرافعة المالية أن تكون سلاحاً ذو حدين للأسباب التالية:

- استخدام الديون في التمويل يؤدي إلى زيادة ربحية السهم.
- ارتفاع نسبة الديون في الهيكل المالي يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية.

## العوامل المحددة لاختيار الهيكل المالي:

بالإضافة إلى الرفع المالي هناك العديد من العوامل المحددة لاختيار الهيكل المالي:

### ١. حجم المنشأة:

يمكن للمنشآت كبيرة الحجم الحصول على القروض بسهولة ويسر وبتكلفة أقل مقارنة بالمنشآت صغيرة الحجم.

### ٢. نمو واستقرار المبيعات:

إن المنشآت التي تتسم بمبيعاتها بالاستقرار تكون في وضع أفضل يسمح لها بالحصول على الديون بسهولة كونها تستطيع مقابلة الالتزامات المالية الثابتة المتوقعة علم تلك الديون.

### ٣. التدفقات النقدية للمنشأة:

يترتب على استخدام الديون في الهيكل المالي تكاليف ثابتة، تتطلب وجود تدفقات نقدية بصورة مستقرة وكافية. وكلما كانت التدفقات النقدية متوفرة بشكل كاف ومستقر يمكن للشركة الاعتماد بصورة أكبر على الديون في الهيكل المالي.

### ٤. تكلفة الأموال:

- ✓ تعتبر الديون أقل مصادر التمويل تكلفة مقارنة بالأسهم الممتازة العادية.
- ✓ تدني تكلفة الديون لا يعني الإسراف في استخدام الديون في الهيكل المالي نظراً لأنها تؤدي إلى زيادة المخاطر المالية.

### ٥. المرونة:

المقصود بالمرونة، قدرة المنشأة على تعديل أو تكييف هيكلها المالي مع الاحتياجات المالية التي تنشأ من الظروف المحيطة بها.

### ٦. الملائمة:

يقصد بها ملائمة مصادر التمويل للأصول المستخدمة، فالأصول الثابتة يجب أن يتم تمويلها من الديون طويلة الأجل أو حقوق الملكية، بينما الأصول المتداولة يتم تمويلها عن طريق الديون قصيرة الأجل.

### نظريات الهيكل المالي:

هناك أكثر من مدخل أو نظرية تبحث في العلاقة بين هيكل التمويل من جهة وكل من القيمة السوقية وتكلفة الأموال من جهة أخرى.

#### ١- مدخل صافي الربح:

يفترض هذا المدخل إضافة إلى القروض أن ارتفاع القروض لن يغير من مفهوم وإدراك الخطر لدى المستثمرين. ووفقاً لهذا المدخل تستطيع المنشأة زيادة قيمتها السوقية وتقليل تكلفة الأموال من خلال زيادة نسبة الديون إلى حقوق الملكية (زيادة الرافعة المالية).

#### ٢- مدخل صافي الدخل التشغيلي: وفقاً لهذا المدخل فإن:

- ✓ تكلفة الأموال تبقى ثابتة بغض النظر عن نسبة الرفع المالي.
- ✓ تكلفة الديون أيضاً تبقى ثابتة.
- ✓ القيمة السوقية لحقوق الملكية يمكن حسابها بواسطة الصيغة التالية (القيمة السوقية الكلية للشركة - القيمة السوقية للديون)

#### ٣- المدخل التقليدي:

تبعاً لهذا المدخل فإنه يوجد هيكل رأس مال أمثل لرأس المال ويمكن للمنشأة زيادة قيمتها من خلال زيادة الديون بصورة حكيمة.