

**5-6) اتفاقية اعادة الشراء:** هي عبارة عن بيع اوراق مالية يتعهد البائع بإعادة شرائها في تاريخ محدد يذكر في عقد الاتفاقية مسبقا.

تعرف ايضا في سوق النقد بالريبو repo وهي بمثابة قروض مضمونة عنصر الضمان يتمثل بالورقة المالية موضوع العقد، وهي اما اذونات الخزنة او السندات الحكومية. اوراق مالية مدعومة برهونات عقارية، اوراق مالية مدعومة موجودات، سعر البيع يمثل قيمة القرض كما ان سعر اعادة الشراء يمثل قيمة القرض وفوائده ولذلك الفرق بين سعر اعادة الشراء وسعر البيع يسمى بالهامش.

## المحور الخامس: سوق راس المال

**1) تعريف:** هو الإطار الذي تلتقي في الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات المالية طويلة الاجل سواء من خلال الاكتتاب الاولي للأداة المالية او من خلال المتاجرة بأداة السوق وبذلك تكون السمة لهذه الاسواق هي المخاطر المالية العالية كون ادواتها ذات استحقاق لأكثر من سنة، وذلك يتطلب من المستثمر ان يعطي اهمية بالغة للمبادلة بين العائد والمخاطرة.

**2) هيكل سوق راس المال:** يتكون هيكل سوق راس المال من السوق الاولية والسوق الثانوية، هذه الاخيرة تتوزع بين عمليات السوق المنظمة (البورصة)، والسوق الموازية والسوق الثالثة والسوق الرابعة.

**1-2) السوق الاولية:** هي السوق التي يتم من خلالها اصدار الاوراق المالية لأول مرة، ويطلق عليها سوق الاصدارات الجديدة سواء للشركات في مرحلة التأسيس او الشركات القائمة التي تقوم بزيادة راس المال.

**2-2) السوق الثانوية:** يتم في نطاق هذه التعامل في الاوراق المالية التي سبق اصدارها في السوق الاولية، وتم الاكتتاب فيها، يتضح من مفهوم السوق الثانوية ان الفرق بينها وبين السوق الاولية هو ان الاموال تتدفق من المشتري الى البائع، وليس هناك علاقة مباشرة مع مصدر الاوراق المالية لذلك توفر هذه السوق حرية التصرف في تحويل الورقة المالية.

## 2-2-1) اقسام السوق الثانوية:

**أولاً) السوق المنظمة:** هي سوق الأوراق المالية المدرجة حيث ان التداول بها يكون بموجب قواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق بمواعيد دورية وبطريقة المزيدة العلنية. لذلك تتمتع هذه السوق بهيكل تنظيمي ومؤسسي منظم يدار من لجنة تسمى لجنة السوق او البورصة، اعضاؤها منتخبون من ممثلين عن الشركات المدرجة في السوق، الوسطاء، الحكومة، وتقوم بإدارة وتنظيم عمليات التداول بالأوراق المالية عبر الوسطاء المسجلين، تكمن اهمية السوق المنظمة في توفير العلانية للصفقات وحرية المساومة عبر الية العرض والطلب على الأوراق المالية، بالإضافة الى التشريعات التي توفرها لحماية المتعاملين وحقوقهم.

**ثانياً) السوق الموازية:** عبارة عن شبكات اتصالات متطورة تربط الوسطاء المنتشرين جغرافياً، وعبر هذه الشبكة تتدفق الاوامر لتنفيذ الصفقات بيعاً وشراءً، يتضح من التعريف ان هذه الاوامر ليس لها هيكل تنظيمي مؤسسي محدد، كما ان الأوراق المتداولة فيها لا تتوفر بها شروط الادراج في السوق المنظمة، تدار السوق من قبل التجار الذين ينفذون الصفقات على اساس الاحتفاظ بمخزون وبأسلوب التفاوض على السعر من اهم الانتقادات الموجهة لهذه السوق فقدانها لآليات السيطرة على الاسعار مقارنة بالسوق المنظمة.

**ثالثاً) السوق الثالثة:** ظهرت هذه السوق في بداية التسعينيات كسوق منافسة للسوق المنظمة والموازية ويرجع السبب في ظهورها الى رغبة كبار المستثمرين في تخفيض تكلفة الصفقات وتجنب الدخول الى السوق المنظمة ذات العمولات الثابتة غير قابلة للتفاوض، وبسبب حجم الصفقات الكبيرة التي يتعاملون بها ورغبتهم في تخفيض تكلفة العمولات المدفوعة لقاءها الى شركات السمسرة. هيكل هذه السوق يتكون من شركات السمسرة الغير عضوه في السوق المنظمة، التي لها القدرة على التخفيض العمولات على الصفقات بما انها لا تتحمل اي رسوم عضوية.

**رابعاً) السوق الرابعة:** تتم فيها الصفقات بين المستثمرين بدون تدخل السمسار (تداول مباشر) وعلى الأوراق المالية في السوق المنظمة والسوق الموازية، تتمتع هذه السوق بسرعة تنفيذ الصفقات وتكلفة منخفضة جدا

### 3) آلية المتاجرة في السوق الثانوية:

يجري التداول في السوق الثانوية عبر الوسطاء والسماسرة، اذ يتم تنفيذ الصفقات بأوامر واضحة من الزبون الى وسيطه حيث يتم تنفيذ اوامر البيع والشراء على اساس أفضل سعر سائد في السوق او

على اساس السعر الذي يحدده المستثمر ولذلك وفقا لحدود ومدى الاسعار يمكن تقسيم الاوامر من المستثمر الى الوسيط الى اوامر السوق والأوامر المحددة.

- يقصد بأوامر السوق التوكيل الذي يصدر من قبل المشتري لأحد الوسطاء لبيع و شراء الاوراق المالية، و عادة يبقى هذا التوكيل نافذا طيلة جلسة البورصة.

**اولا: اوامر السوق:** معناه ان يتضمن الامر تنفيذ الصفقة (بيعا او شراء) على اساس السعر السائد في السوق وهنا تظهر مهارة الوسطاء في اختيار افضل سعر، والسعر يمكن تمييزه عندما تصل السوق العديد من اوامر البيع والشراء وفي نفس الوقت تنعكس بالسعر، ويتم تنفيذ الصفقة على اساس زمن وصول الامر عندما يكون الوسيط قد حصل على افضل سعرا يتعرض المستثمر الى مخاطر في هذا النوع من الاوامر اذا تحركت الاسعار في الاتجاه المعاكس بين زمن اصدار الامر و وقت تنفيذه من قبل الوسيط.

**ثانيا: الاوامر المحددة:** تتضمن تنفيذ الصفقات بيعا وشراء من قبل الوسيط بالسعر المحدد في الامر، فالأمر المحدد بالشراء يتضمن السعر الذي يشتري به الوسيط او أدنى منه، والأمر المحدد للبيع يتضمن السعر الذي يبيع به الوسطاء او اعلى منه، تشمل مخاطر هذه الاوامر عدم تنفيذ الصفقة في حال لم يحصل السمسار او الوسيط على الاسعار المحددة بالأمر.

**ثالثا: الاوامر بالتوقف:** الغرض منها حماية المستثمر في الخسائر الرأسمالية او خسائر الارباح وتصدر بنوعين:

أ) **امر التوقف للشراء:** تصدر في حالة توقع المستثمر ارتفاع سعر الورقة المالية اعلى من لسعر الحالي وبالتالي فان الامر لا ينفذ الا إذا ارتفع السعر السوقي الى السعر المحدد.

ب) **امر التوقف للبيع:** يصدر الامر عندما يتوقع المستثمر انخفاض السعر بأقل من سعر السوق الحالي، ويرغب في تقليل الخسائر الرأسمالية فيصدر امر التوقف للبيع بسعر ادنى من سعر السوق الحالي.

#### 4) ادوات سوق راس المال

##### 4-1) الاسهم العادية:

يعرف السهم العادي بانه اداة ملكية ذو صفة مالية قابل للتداول لحامله الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصة في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم، وبذلك فان السهم

العادي كأداة استثمارية يتسم بخاصية المسؤولية المحدودة اي انه في حال فشل الشركة فان خسارة حملة الاسهم العادية تتحدد بمقدار حصتهم في راس المال. اي القيمة الاسمية للسهم العادي بالإضافة الى خاصية تعويضات حق الملكية اي انه في حالة تصفية الشركة فانه حملة الاسهم العادية يحصلون على ما تبقى من التصفية بعد تسديد الالتزامات نحو الدائنين. اما عائد الاسهم العادية فيتمثل في توزيعات الارباح اذا ما قررت الشركة توزيع جز من الدخل على المساهمين، كما تمنح الحق لحاملها حق التصويت في الجمعية العمومية وانتخاب مجلس الادارة و يتمتع حامل السهم العادي بالأولوية في شراء الاصدارات الجديدة من الشركة.

### مفاهيم القيمة للسهم العادي: يمكن التمييز بين العديد من القيم

1- القيمة الاسمية (القيمة القانونية): وهي القيمة المثبتة في هادة السهم. تحدد وفق قانون الشركات للبلد المعني وهي قيمة متساوية لجميع الاسهم المصدرة والتي تتحدد من خلالها سنة مساهمة المستثمر برأسمال الشركة.

2- القيمة الدفترية: وهي القيمة المثبتة في سجلات الشركة وتتمثل في حقوق الملكية في الميزانية العامة

3- القيمة السوقية: وهي القيمة النقدية المدفوعة عند نقطة زمنية معينة وتتحدد بعوامل العرض والطلب.

4- القيمة الحقيقية: وهي قيمة مالية تبرزها الحقائق المالية والاقتصادية تتمثل بموجودات الشركة، مقسوم الارباح المتوقع توزيعه، ومعدلات نمو الارباح، وبذلك تمثل القيمة المخصصة للتدفقات النقدية بمعدل العاد المطلوب من قبل المستثمرين وتسمى ايضا بالقيمة العادلة.

### تصنيفات الاسهم العادية:

- تصنف الاسهم العادية من حيث طريقة تداولها:

1- السهم الاسمي: يتم اصدار هذا النوع من الاسهم باسم مالكة الذي يثبت على الشهادة، بالإضافة الى تسجيل اسمه في سجلات الشركة، ولذلك عند انتقال ملكية السهم بجب تسجيل هذا الانتقال في سجلات المساهمين للشركة المصدرة.

2- السهم الاذني (لأمر): وهذا النوع من الاسهم يتم ذكر اسم مالكة في شهادة الاصدار مقترنا برط الامر والاذن والمقصود بذلك ان يتم انتقال ملكية السهم بواسطة تظهير الشهادة دون الحاجة للرجوع للشركة.

-من حيث الاستثمار:

1) أسهم النمو: وهي الشركات التي تقوم بإعادة استثمار أرباحها المحتجزة في فرص استثمارية بدلا من توزيعها على حملة الأسهم، وهي بالأساس تعود لشركات تتعامل بمنتجات ذات تكنولوجيا عالية تحتاج الى احتجاز الارباح لإعداد دراسات متطورة ومستمرة.

2) أسهم الدخل: غالبا ما توصب للشركات التي تتميز بإنتاج سلعة معينة يجعلها تحقق ارباحا مستقرة وتوزيعات الارباح هي الاخرى مستقرة ومستمرة.

3- الاسهم الدورية: وهي أسهم الشركات التي ترتبط إيراداتها وارباحها بحركة الاقتصاد الوطني وبالذورات الاقتصادية، فعند النمو الاقتصادي تحقق هذه الاسهم أرباح، وعند الانكماش تنخفض ارباح هذه الشركات مثل شركات الحديد، شركات المواد الاولية.

4- الاسهم الدفاعية: وهي أسهم الشركات التي تتميز باستمرار بيع منتجاتها وتحقيق العوائد عند مرور الاقتصاد بمرحلة الركود، بسبب طبيعة منتجاتها ذات مرونة الطلب المنخفضة، حيث لا تتأثر كثير بالركود مثل شركات بيع الاغذية والادوية.

#### 4-2) عائد السهم العادي:

يعد عائد السهم العادي مؤشر اساسي للاستثمار باسهم الشركات فهو مقياس مناسب للمفاضلة بين الاسهم ويعر بأنه المكافاة التي يحصل عليها المستثمر تعويضا على فترة الانتظار والمخاطر المحتملة من توظيف امواله في الاسهم العادية. وشكل العائد اما يكون مقسوم ارباح نقدي يخضع لسياسة التوزيع من قبل الشركة المصدرة، او عوائد رأسمالية يحصل عليها المساهم في فروق الاسعار السوقية في البورصة ونميز بين عائد فترة الاحتفاظ، والعائد المتوقع، العائد المطلوب كما يلي:

#### اولا) عائد فترة الاحتفاظ (HPR) :

هو العائد المتحقق فعلا، ويعكس النسبة المئوية للتغير في ثروة المساهمين اذا ما تم بيع السهم في نهاية فترة الاحتفاظ ويحسب وفقا للعلاقة التالية:

$$HPR = \frac{P_1 - P_0 + D}{P_0}$$

$P_1$ : سعر السهم في نهاية الفترة ( سعر البيع )

$P_0$ : سعر السهم في بداية الفترة ( سعر الشراء )

$D$ : مقسوم الارباح للسهم الواحد (توزيعات الارباح)

**ثانياً): العائد المتوقع:**

يقصد به المتوسط الموزون المرجح لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفق لاعتقادات المستثمر لطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة ويحسب وفق الصيغة التالية:

$$E(r) = \sum_{r=1}^n R P_r$$

$R$ : هو معدل العائد المتوقع وفق الحالة الاقتصادية

$P_r$ : احتمال تحقق العائد.

**ثالثاً) معدل العائد المطلوب:** وهو ذلك العائد الذي يطلبه المستثمرون على الاصول ذات المخاطرة ويعكس هذا المعدل المبادلة بين العائد والمخاطرة، ويمثل نموذج تسعير الاصول المالية (CAPM) أفضل النماذج تمثيلاً للمبادلة بين العائد والمخاطر.

-إذا المستثمر يقارن بين العائد المتوقع تحقيقه والعائد المطلوب، فإذا كان العائد المتوقع تحقيقه اكبر من العائد المطلوب، يكون السهم جذاب، والعكس صحيح، ويحسب العائد المطلوب وفق الصيغة الاتية

$$(R_m - R_f) * K = R_f + B_i$$

$K$ : معدل العائد المطلوب

$R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة (متمثلاً بعائد الاوراق الحكومية)

**B<sub>i</sub>** : المخاطرة النظامية للورقة المالية

**R<sub>m</sub>** : معدل العائد على محفظة الورقة المالية.

### تقييم الأسهم

#### نموذج تقييم الأرباح

نفترض كيانًا اعتباريًا يدفع أرباحًا سنوية. المستثمر الذي يفكر في شراء عدد من الأسهم في هذه الشركة ، والاحتفاظ بها لمدة عام واحد ، يتوقع الحصول على توزيعات الأرباح السنوية خلال الوقت الذي يحتفظ فيه بالأسهم ، بالإضافة إلى عائدات الأسهم عند التصرف. يتم تحديد القيمة العادلة التي يكون المستثمر على استعداد لدفعها اليوم مقابل الأسهم بمقدار

$$P_t = \frac{E(DV_{t+1})}{1+r} + \frac{E(P_{t+1})}{1+r}$$

حيث:

- **P<sub>t</sub>**: هو سعر الأسهم في الوقت t
- **r**: هو معدل العائد المطلوب
- **E (DV<sub>t+1</sub>)**: هو العائد السنوي المتوقع بعد عام واحد من t
- **E (P<sub>t+1</sub>)**: هو السعر المتوقع للسهم بعد عام واحد من t.

يتم تقسيم العائد الناتج عن المساهمة بين عنصر الدخل ، المعطى من خلال مبلغ الأرباح ( **DV<sub>t+1</sub>** ) و**1** وعنصر كسب رأس المال المقدم بواسطة ( **P<sub>t+1</sub> - P<sub>t</sub>** ). بعد

$$E(P_{t+1}) = \frac{E(DV_{t+2})}{1+r} + \frac{E(P_{t+2})}{1+r}$$

وباستخدام الاستبدال والاستمرار لسنوات متتالية نحصل على:

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{E(DV_t)}{(1+r)^t} + \frac{E(P_T)}{(1+r)^T}$$

الصيغة السابقة للفترة التي تبدأ الآن (عند  $t = 0$ ) وحيث  $DV_t$  هو توزيع الأرباح لكل سهم في العام  $t$ . إذا قمنا بتمديد  $T$  بحيث يصبح قريباً من اللانهاية ، فسيختفي عنصر سعر السهم ، لذلك تتحول الصيغة إلى:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(DV_t)}{(1+r)^t}$$

الصيغة الاخيرة هي نموذج خصم توزيعات الأرباح:

يفترض هذا النموذج معدل خصم أو تكلفة رأس المال ثابتة بمرور الوقت، وهو أمر غير واقعي ؛ تشمل المشكلات الأخرى المرتبطة بالنموذج ما يلي:

- مشاكل الاختلاف المرتبطة بالفترة الزمنية اللانهائية
- توقع توزيعات أرباح لا نهائية.

يمكن حل هذه المشكلات في الممارسة العملية من خلال تقديم مزيد من الافتراضات ، التي يتم النظر فيها في القسم التالي كجزء من سياسة توزيع أرباح الشركات.

### نموذج نمو الأرباح

باتباع نموذج تقييم الأرباح، دعنا نفترض معدل نمو ثابتاً في مدفوعات الأرباح  $C$  ثم يتم تقديم نموذج تقييم الأرباح بواسطة الصيغة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{E(DV_t)}{(1+r)^t} = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{DV_0(1+c)^t}{(1+r)^t}$$

وبافتراض أن  $r > c$ ، فيمكن إظهار أن مجموع هذه السلسلة اللانهائية معطى بالصيغة

التالية:

$$P_0 = \frac{DV_1}{r - c}$$

ما تنص عليه هو أنه في ظل معدل نمو أرباح ثابت  $c$  أقل من معدل العائد المطلوب  $r$  ، فإن قيمة سهم الشركة هي توزيعات أرباح السنة 1 مقسومة على عائد توزيعات الأرباح  $r - c$  ، والتي هي نفسها معدل العائد المطلوب مطروحاً منه معدل نمو الأرباح.

يمكننا إعادة ترتيب الصيغة السابقة لنحصل على:

$$r = \frac{DV_1}{P_0} + c$$

والتي تنص على أن القيمة العادلة للسهم هي عائد توزيعات الأرباح مع معدل نمو الأرباح المتوقع. تعرف الصيغة السابقة باسم نموذج نمو جوردون بعد عرضه الأول في جوردون (1962).

مثال : ضع في اعتبارك شركة تدفع حالياً أرباحاً بقيمة 3.00 دولارات لكل سهم. إذا كان من المتوقع أن ينمو توزيعات الأرباح بمعدل 3% سنوياً ومعدل الخصم 12% فما قيمة سهم هذه الشركة؟

$$P = \frac{\$3.00(1 + 0.03)}{0.12 - 0.03} = \frac{\$3.09}{0.09} = \$34.33$$

لاحظ ان  $DV_1 = DV_0 * (1 + c)$

إذا كان معدل نمو أرباح هذه الشركة هو 5% ، بدلاً من 3% ، فإن القيمة الحالية هي 45.00 دولاراً:

$$P = \frac{\$3.00(1 + 0.05)}{0.12 - 0.05} = \frac{\$3.15}{0.07} = \$45.00$$

لذلك، كلما زاد معدل النمو المتوقع لأرباح الأسهم، زادت قيمة السهم.

في هذا المثال الأخير، إذا كان معدل الخصم 14% بدلاً من 12% وكان معدل نمو أرباح الأسهم 3% ، فإن قيمة السهم هي:

$$P = \frac{\$3.00(1+0.03)}{0.14-0.03} = \frac{\$3.09}{0.11} = \$28.09$$

لذلك ، كلما زاد معدل الخصم ، انخفضت القيمة الحالية لحصة من الأسهم.

### مثال تطبيقي عن نموذج جوردين بمعدل نمو ثابت لتوزيعات الأرباح لتقييم الاسهم:

في نهاية 2006 كان لدينا ثلاث شركات: Eli Lilly و Schering-Plow و Wyeth Laboratories وهذه المعطيات حولها: علاوة مخاطر السوق بنسبة 5% تمثل علاوة مخاطر السوق على الفارق بين العائد في السوق والمعدل الخالي من المخاطر. المعدل الخالي من المخاطر هو 4.63%. كما تم الحصول على تقدير بيتا لكل شركة من 0.9 : Eli Lilly و 1.0 : Schering-Plow و Wyeth.

كما ان قيم توزيعات الأرباح الحالية لسنة 2006 لكل شركة كانت كالتالي: 1.6 دولار : Eli Lilly و 0.22 دولار : Schering-Plow و 1.01 دولار : Wyeth. و تقديرات معدل نمو توزيعات الأرباح لنفس السنة لكل شركة هي كالتالي: 8.063% : Eli Lilly و 2.146% : Schering-Plow و 3.533% : Wyeth.

-قدر اسعار اسهم الشركات الثلاث ؟

اولا حساب معدل العائد المطلوب

معدل الخصم (معدل العائد المطلوب) ،  $r$  ، لكل شركة بناءً على CAPM كالتالي:

$$r = R_f + B_i * (R_m - R_f)$$

$$\text{Eli-Lilly} \quad r = 0.0463 + 0.9(0.05) = 9.125\%$$

$$\text{Schering-Plough} \quad r = 0.0463 + 1.0(0.05) = 9.625\%$$

$$\text{Wyeth} \quad r = 0.0463 + 1.0(0.05) = 9.625\%$$

بعد الحصول على معدل العائد المطلوب نقوم بالتطبيق المباشر في نموذج جوردن دو معدل النمو الثابت لتوزيعات الارباح:

$$P_0 = \frac{DV_1}{r - c}$$

لكن قيم التوزيعات هي قيم حالية تعبر عن  $DV_0$  ولذلك يطبق عليها معدل النمو لتوزيعات الارباح  $c$  بذلك تصبح  $DV_1 = DV_0 * (1 + c)$  لكل شركة على حدى.

ونحصل على ما يلي:

$$\text{Eli Lilly estimated price} = \frac{\$1.60(1 + 0.08063)}{0.09125 - 0.08063} = \frac{\$1.729}{0.0162} = \$162.79$$

$$\text{Schering-Plough estimated price} = \frac{\$0.022(1 + 0.02146)}{0.09625 - 0.02146} = \frac{\$0.225}{0.07479} = \$3.00$$

$$\text{Wyeth estimated price} = \frac{\$1.01(1 + 0.03533)}{0.09625 - 0.03533} = \frac{\$1.046}{0.06092} = \$17.16$$

المؤشرات في الاسواق المالية:

### 1- مفهوم المؤشرات المالية في الاسواق المالية:

- هي مؤشرات احصائية تستخدم كمعيار لقياس الاداء الكلي للسوق المالي، وتختلف هذه المؤشرات من حيث اسلوب حسابها وعدد الادوات المالية التي تعتمد لغرض استخراج المؤشر.