

الشهادة في عمليات الاستثمار

مقدمة في الأوراق المالية والاستثمار (المنهج الدولي)

النسخة العربية ١٤ ، ديسمبر ٢٠٢١

يستند هذا الكتاب التعليمي إلى الإصدار رقم ١٤ من
الخطة الدراسية ويشمل الامتحانات في المدة الواقعة
بين ١١ يناير ٢٠٢٢ حتى ١٠ يناير ٢٠٢٣.



أهلاً بكم إلى هذا الدليل التعليمي الصادر عن المعهد المُعتمد للأوراق المالية والاستثمار تحت عنوان "مُقَدِّمة في الأوراق المالية والاستثمار (المنهج الدولي)".

صُمِّمَ هذا الكتاب التعليمي في المعهد المُعتمد للأوراق المالية والاستثمار لإعداد المتقدمين لامتحان مادة "مُقَدِّمة في الأوراق المالية والاستثمار (المنهج الدولي)" الذي ينظِّمه المعهد.

الناشر:

المعهد المُعتمد للأوراق المالية والاستثمار

© المعهد المُعتمد للأوراق المالية والاستثمار ٢٠٢١

٢٠ فينتشيرش ستريت

لندن

EC3M3BY

فاكس: ٠٦٠١ ٧٦٤٥ ٢٠ ٤٤٤+

www.cisi.org/qualifications

هاتف: ٠٦٠٠ ٧٦٤٥ ٢٠ ٤٤٤+

بريد الكتروني: customersupport@cisi.org

تأليف:

كيفين روثنيل، عضو معتمد في المعهد المُعتمد للأوراق المالية والاستثمار

مراجعة وتدقيق:

ديان رامدين، MSc, FCCA, CFA, MCSI

يُعَدُّ هذا الكتاب دليلًا تعليميًا فحسب، ولا يتحمل المعهد المُعتمد للأوراق المالية والاستثمار أية مسؤولية عن الأشخاص الذين يستخدمونه لممارسة أنشطة التداول أو الاستثمار بأي شكل من الأشكال.

وفي حين بذل المعهد قصارى جهده لضمان دقة المضمون، لا يتحمل الناشر أو المؤلفون أية مسؤولية عن الخسارة التي قد تلحق بأي شخص يُبرم صفقة أو يُحجم عنها نتيجة ورود أي مادة في هذا الكتاب التعليمي.

جميع حقوق النشر والتأليف محفوظة، ولا تجوز إعادة نشر أي جزء من هذا الكتيب أو تخزينه عن طريق نظام استرجاع المعلومات، كما يُحظر نقله بأي شكلٍ أو وسيلة سواء إلكترونياً أو ميكانيكياً أو بالتصوير أو التسجيل أو خلافه من دون الحصول على إذنٍ مُسبقٍ من صاحب حقوق النشر.

تحذير: إنَّ اتِّخاذ أي إجراء غير مرخَّص به في ما يتعلَّق بمحتوى هذا الكتاب، سواء كله أو أي جزءٍ منه، يعرِّض صاحبه للمُحاكمة المدنية للتعويض عن الأضرار، والمُقاضاة الجنائية.

تظهر الخطة التعليمية، التي تحتوي على المنهج بأكمله في نهاية هذا الكتاب، كما يمكن الاطلاع على المنهج عن طريق زيارة الموقع الإلكتروني للمعهد cisi.org أو الاتصال بمركز خدمة العملاء على الرقم: ٠٧٧٧ ٧٦٤٥ ٢٠ ٤٤٤+، علماً بأن الاختبار يقوم على أساس هذا المنهج. ونذكّر الراغبين بالتقدّم للامتحان بضرورة المواظبة على زيارة الزاوية الخاصة بآخر المستجدات على الموقع الإلكتروني للمعهد (cisi.org/candidateupdate) للاطلاع على التحديثات الناجمة عن التغييرات التي يشهدها القطاع المالي وتؤثر في الاختبار الذي يرغبون بالتقدّم إليه.

صُمِّمت الأسئلة الواردة في هذا الكتاب بوصفها وسيلة مساعدة لمراجعة شتّى مجالات المنهج، وتعزيز التعلُّم فصلاً تلو الآخر.

يرجى ملاحظة أنه، في إطار ضمان سلامة الاختبار، لا يُسمح باستخدام الآلات الحاسبة المحمولة في أماكن الاختبار، بل يجب على المتقدمين استخدام الآلة الحاسبة التي تظهر على الشاشة لجميع اختبارات المعهد المعتمدة على الكمبيوتر بجميع اللغات في المملكة المتحدة ودولياً.

طبعة الكتاب التعليمي: ١٤,٠ (ديسمبر ٢٠٢١)

ملاحظة هامة- يرجى الاطلاع باستمرار على التغيرات في الكتاب التعليمي ومواعيد الاختبارات

تعكس التغيرات التي تطرأ على ممارسات القطاع، والظروف الاقتصادية، والتشريعات/ اللوائح، ووسائل التكنولوجيا، وغيرها من العناصر الأخرى، مدى ضرورة تحديث المعلومات لدى العاملين في القطاع. في وقت إصدار الكتاب، يتم اعتماد محتواه بوصفه مناسباً للاختبارات المقررة، وفقاً للفترة المحددة في الكتاب. وقد تؤدي التغيرات التي تطرأ على القطاع إلى تعجيل إصدار النسخة المحدثة من الكتاب أو تأجيلها.

يرجى ملاحظة أن النسخة الحالية من الكتاب سوف تحل دائماً محل الإصدارات السابقة. ويمكنكم الاطلاع بصفة دورية على الإصدارات الحديثة وأي تغييرات تطرأ على مواعيد الاختبارات عبر زيارة الموقع الإلكتروني للمعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار: [cisi.org/candidate update](http://cisi.org/candidateupdate)

التعلم والتطور المهني عن طريق المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار

يُعَدّ المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار الهيئة الاحترافية الرائدة للعاملين في قطاع المال والاستثمار أو للذين يطمحون للعمل فيه، وإننا في المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار نلتزم أشد الالتزام بتعزيز المعرفة والمهارات والنزاهة، وهي الأركان الثلاثة للسلوك المهني التي تقع في صلب منظمتنا المعتمدة.

تستخدم الشركات اختبارات المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار لتلبية مُتطلبات الهيئات التنظيمية الحكومية. فالشهادات الصادرة عن المعهد شهادات معترف بها رسمياً من قبل مجموعة كبيرة من الحكومات وهيئات الرقابة، بدءاً من سنغافورة ووصولاً إلى دبي والولايات المتحدة إلى جانب الهيئات التنظيمية في المملكة المتحدة، حيث يقع مقرّ المعهد الرئيسي. ويتقدّم لاختبارات المعهد حوالي ٥٠,٠٠٠ شخص كل عام، ويتحمّ على المتقدمين استخدام الكتب التعليمية الصادرة عن المعهد عند التحضير لاختباراته من أجل الفوز بأفضل فرص النجاح. وتخضع الكتب الدراسية التي ينتجها المعهد عادة للمراجعة والتدقيق سنوياً من قبل خبراء من العاملين في قطاع الخدمات المالية أنفسهم بالإضافة إلى شركائنا المُدرّبين المُعتمدين الذين يقدّمون أدوات التدريب والتعلم الإلكتروني لمساعدة الراغبين في التقدم لامتحانات في تحضيرهم لها. كما تُنشر المعلومات التي تهّم الراغبين في التقدم لامتحانات المعهد في زاوية خاصة على موقعنا الإلكتروني: cisi.org/candidateupdate

لا يُقدّم هذا الكتاب الدراسي إعداداً دقيقاً وشاملاً للاختبار الذي يرتبط به فحسب، بل إنه يُعدّ مرجعاً قيماً لممارسي المهنة أيضاً، وتشكّل دراسته جزءاً من التطور المهني المستمر. ستتاح على موقعنا الإلكتروني الامتحانات التجريبية عن معظم المقررات التعليمية التي يوفرها المعهد، وذلك كأداة مراجعة إضافية.

يجري تسجيل المتقدمين لاختبارات المعهد تلقائياً إلى عضوية المعهد بصفتهم طلاباً أعضاء من دون أي رسوم إضافية لمدة عام واحد (ما لم يكونوا أعضاء في المعهد مسبقاً)، الأمر الذي يتيح لهم إمكانية الوصول إلى عددٍ هائلٍ من المراجع المتوافرة على الإنترنت، بما في ذلك نظام التلفاز الخاص بالمعهد، مجاناً من دون دفع رسوم إضافية. ويضمّ المعهد في عضويته ما يزيد عن ٤٠,٠٠٠ عضو، وقد استكمل نصفهم تقريباً المؤهلات ذات الصلة وانتقلوا إلى درجة مُتقدّمة في عضوية المعهد. ويمكنك الاطلاع على مزيد من المعلومات عن الخطوات التالية اللازمة لتحقيق ذلك في نهاية هذا الكتاب.

١	الفصل الأول - مقدمة: قطاع الخدمات المالية
	يبدأ الكتاب بمقدمة عن قطاع الخدمات المالية ويعاين دور القطاع وأبرز الأطراف المشاركة فيه من العاملين في المراكز المالية في مختلف أنحاء العالم.
٢٥	الفصل الثاني - البيئة الاقتصادية
	لا غنى عن التعرف على بعض الجوانب الأساسية لعلم الاقتصاد الكلي لتيسير فهم البيئة الاقتصادية التي تتوفر فيها خدمات الاستثمار. يستعرض هذا الفصل بعض المقاييس الأساسية للبيانات الاقتصادية ودور المصارف المركزية في إدارة الاقتصاد.
٤٣	الفصل الثالث - الأصول والأسواق المالية
	يقدم هذا الفصل لمحة عامة عن فئات الأصول الرئيسية، ويتطرق بشيء من التفصيل إلى مجموعة واسعة من الأسواق المالية القائمة، بما فيها أسواق النقد والعقارات والصرف الأجنبي.
٥٩	الفصل الرابع - حقوق الملكية/الأسهم
	ننتقل بعدها في الكتيب إلى شرح مفصل لفئات الأصول الرئيسية بدءاً بالأسهم، حيث نبدأ بالخصائص والمزايا والمخاطر المتعلقة بامتلاك الأسهم، ونراجع أعمال الشركات وبعض أسواق الأسهم والمؤشرات العالمية الرئيسية، ونوضح طرق تداول الأسهم وتسوية معاملاتها.
٩٠	الفصل الخامس - السندات
	نلقي في هذا الفصل نظرة مُتعمِّقة على السندات تشمل: الخصائص الرئيسية للسندات وأنواع السندات الحكومية والتجارية والمخاطر المتعلقة بها والعوائد نتيجة الاستثمار فيها.
١١٥	الفصل السادس - المشتقات المالية
	وبعدنا نستعرض بإيجاز المشتقات المالية سعياً لتوفير فهم أفضل للخصائص الأساسية للعقود المستقبلية وعقود الخيار وعقود المبادلة والمصطلحات التقنية المتعلقة بها.
١٣١	الفصل السابع - صناديق الاستثمار
	يركز هذا الفصل على المعالم الرئيسية لصناديق الاستثمار أو صناديق الاستثمار المشترك/ برامج الاستثمار الجماعي. كما يتطرق إلى صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة والمتداولة في البورصة وصناديق التحوط وصناديق الملكية الخاصة.

١٥٣	الفصل الثامن - اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية
	يُعدّ التعرّف على القوانين التنظيمية للاستثمار من الأمور الأساسية للعاملين في قطاع الاستثمار في يومنا هذا. يقدّم هذا الفصل لمحةً عامّةً عن اللوائح التنظيمية الدولية ويناقش عدداً من المواضيع المحددة، مثل غسل الأموال وتداول الشخص المطلع على المعلومات الداخلية للشركات، علماً بأنه يتضمن أيضاً قسماً مخصصاً للحديث عن النزاهة والأخلاقيات المهنية.
١٧٩	الفصل التاسع - المنتجات المالية الأخرى
	نختتم هذا الكتيب بمراجعة الأنواع الأخرى للمنتجات المالية، بما يشمل القروض والقروض العقارية ومنتجات التأمين بما في ذلك التأمين على الحياة.
١٩٧	مسرد المصطلحات
٢٠٧	أسئلة متعدّدة الخيارات
٢٢٧	خطة المنهج

من المتوقع أن تستغرق دراسة هذا الكتاب التعليمي حوالي ٧٠ ساعة

ما التالي؟

ابحث عن تفاصيل حول عضوية المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار في الغلاف الخلفي لهذا الكتاب.

أتريد المزيد من الدعم للنجاح في الاختبار؟

انظر إلى الفقرة عن شركائنا المعتمدين في التدريب.

أتريد تسجيل ملاحظة أو تعليق؟

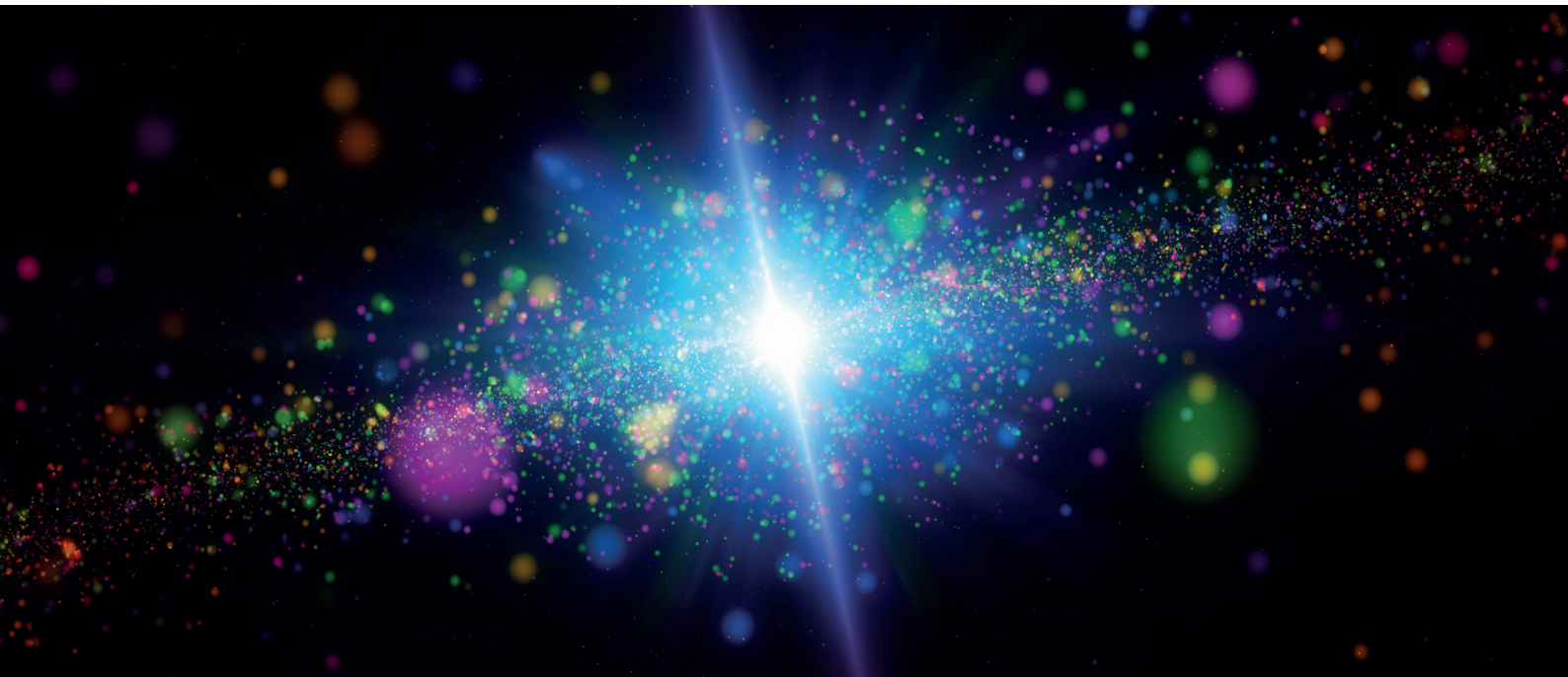
الرجاء إرسال تعليقاتك عبر البريد الإلكتروني إلى learningresources@cisi.org.

الفصل الأول

مقدمة: قطاع الخدمات المالية

١. قطاع الخدمات المالية ٣
٢. الأسواق المالية ٤
٣. الأطراف المشاركة ١٠
٤. قنوات توزيع الاستثمارات ١٨
٥. التقدم التكنولوجي وتطورات أخرى ٢٠

يتضمن هذا الفصل قرابة ٣ أسئلة من أصل ٥٠ سؤالاً من أسئلة الاختبار



١ - قطاع الخدمات المالية

يستعرض الفصل الأول الدور الذي يقوم به قطاع الخدمات المالية على صعيد الاقتصاد المحلي والعالمي.

تشهد أسواق العالم اليوم حالة من الترابط والاعتماد الشديد على بعضها البعض، ويُعزى ذلك إلى الطابع العالمي لحركة الاستثمار والتجارة.

من هنا كان مهماً أن نفهم الدور الجوهري الذي يؤديه قطاع الخدمات المالية ضمن النظام الاقتصادي وبعض الخصائص الرئيسية التي تميز قطاع الخدمات المالية العالمي.

يؤدي قطاع الخدمات المالية دوراً مهماً في اقتصادات الدول المتقدمة والنامية على السواء. ويمكن تقسيم الخدمات التي يقدمها إلى ثلاث وظائف أساسية:

- **سلسلة الاستثمار** - تربط سلسلة الاستثمار بين المُدَّخِرِينَ والمُقترضين، إذ يقدم المُدَّخِرُونَ التمويل للشركات، بينما تقدّم الشركات التي تسعى إلى تحقيق النُمو فرصةً للمُدَّخِرِينَ للمشاركة في عملية النُمو هذه والحصول على جزء من العائدات المحتملة الناتجة عنها. وتُعدّ كفاءة السلسلة أمراً بالغ الأهمية في توزيع رأس المال - الذي كان سيبقى لولا ذلك غير مستثمر - على الشركات التي يمكن أن تستخدمه لتنمية مشاريعها، بالإضافة إلى الصناديق التي تقوم بتجميع مُدَّخِرَات المستثمرين. وبذلك تساهم هذه السلسلة في زيادة الإنتاجية، وتحسّن بالتالي قدرة تلك الأسواق المالية على المنافسة ضمن الاقتصاد العالمي.
- **إدارة المخاطر** - علاوةً على الفرص التي توفرها سلسلة الاستثمار للمستثمرين عن طريق المشاركة في تحمّل مخاطر الاستثمار، يتيح قطاع الخدمات المالية آلياتٍ عدّة لإدارة المخاطر الأخرى بفاعلية وكفاءة باستخدام منتجات التأمين وكذلك المشتقات المالية المتطورة التي يتزايد استخدامها يوماً بعد آخر. تساعد هذه الأدوات المستثمرين على التكيّف مع حالات عدم الاستقرار والتقلّبات المختلفة على المستوى العالمي مثل تقلّب قيمة العملات أو وقوع أحداث جوهريّة تؤثر في الاستثمار أو حصول ظروفٍ مناخية قاسية. كما تساعد هذه الأدوات الأسر على حماية أنفسهم من الحالات الطارئة اليومية غير المتوقعة.
- **أنظمة السداد** - توفر أنظمة السداد والخدمات المصرفية التي يقدمها قطاع الخدمات المالية آلياتٍ عمليّة لإدارة الأموال وتحويلها واستلامها بسرعة وبصورة موثوقة. وتُعدّ شرطاً ضرورياً لممارسة النشاط التجاري وللمشاركة في الاستثمار والتجارة الدوليّين. لذا تُعدّ إمكانية استخدام أنظمة السداد والخدمات المصرفية بمثابة مكوّن حيوي لتعميم الخدمات المالية على الأفراد.

يوفّر قطاع الخدمات المالية حلقة الوصل بين المنظمات التي تحتاج إلى المال وتلك التي تملك رؤوس أموال متاحة للاستثمار. فمثلاً، قد تحتاج شركة لا تزال في طور النمو إلى رأس المال، وقد يتوافر لها المال من الأفراد الذين يدّخرون أموالهم في صندوق تقاعد. إنّ قطاع الخدمات المالية هو القناة التي تربط الأموال المستثمرة بالمنظمات التي تحتاج إليها. ويوفّر هذا القطاع أيضاً خدمات التنفيذ والسداد والمشورة والإدارة.

يُعد مؤشر المراكز المالية العالمية من المؤشرات التابعة لمجموعة Z/Yen ويقيّم التصنيف والقدرة التنافسية المستقبلية لعدد ١١١ مركزاً مالياً رئيسياً على أساس خمسة مجالات تنافسية:

- بيئة العمل؛

¹ <https://www.longfinance.net/programmes/financial-centre-futures/global-financial-centres-inde>

- رأس المال البشري؛
- البنية الأساسية؛
- تطور القطاع المالي؛ و
- السمعة.

أظهر مؤشر المراكز المالية العالمية ٢٨، الذي نُشر في عام ٢٠٢٠، أن نيويورك احتفظت بمركزها الأول في التصنيف وتبعتها لندن بفارق بسيط.

أفضل خمسة مراكز مالية عالمية	
١	نيويورك
٢	لندن
٣	شنغهاي
٤	طوكيو
٥	هونغ كونغ

يوضح هذا الفصل كيفية هيكلة القطاع المالي والأطراف المشاركة الأساسية.

٢- الأسواق المالية

الهدف التعليمي

٢-١-١ معرفة وظيفة كلٍّ من قطاع الأفراد وقطاع الشركات، والاختلافات فيما بينهما، والعملاء الأساسيين لكلٍّ منهما

يمكن التمييز بين مجالين رئيسيين ضمن قطاع الخدمات المالية هما: قطاع الشركات، وقطاع الأفراد. ويشار إلى قطاع الشركات أحياناً بمصطلح القطاع المهني أو قطاع المؤسسات.

فيما يأتي موجزٌ عن الأنشطة التي تجري في الأسواق المالية المتخصصة بتقديم الخدمات للشركات، على أن نشرحها بالتفصيل في الفقرات من ٢-١ إلى ٢-٥:

- **أسواق الأسهم** - تداول الأسهم المدرجة.
- **أسواق السندات** - تداول سندات الحكومات، أو الشركات، أو المنظمات العابرة للحدود الوطنية.
- **الصرف الأجنبي** - تداول العملات.
- **المشتقات المالية** - تداول عقود الخيار، وعقود المبادلة، والعقود الآجلة، والعقود المستقبلية.
- **أسواق التأمين** - خدمات التأمين للشركات الكبرى (بما في ذلك بوالص التأمين المهنية ضد الأضرار)، وإعادة التأمين، والتأمين الذاتي، والتأمين القائم على مشاركة المخاطر.

مقدمة: قطاع الخدمات المالية

ومن الأنشطة الأخرى التي تجري في قطاع الشركات:

- **إدارة صناديق الاستثمار** - إدارة المحافظ الاستثمارية لصناديق الاستثمار الجماعي، وصناديق التقاعد، وصناديق التأمين.
- **الخدمات المصرفية الاستثمارية** - الخدمات المصرفية المصممة خصيصاً للشركات والمنظمات، كعمليات الاندماج والاستحواذ، وتداول الأسهم، وتداول أدوات الدخل الثابت، وصناديق الملكية الخاصة.
- **خدمات الحفظ** - تقديم الخدمات التي يحتاجها مديرو الأصول الذين يتولون حفظ الأصول؛ والإشراف على الاستثمارات المدارة؛ والتسوية؛ وتنفيذ القرارات الصادرة عن مجالس إدارة الشركات؛ وغيرها من الأنشطة المتخصصة.

في المقابل، يركز قطاع الأفراد على الخدمات المقدمة للعملاء الأفراد:

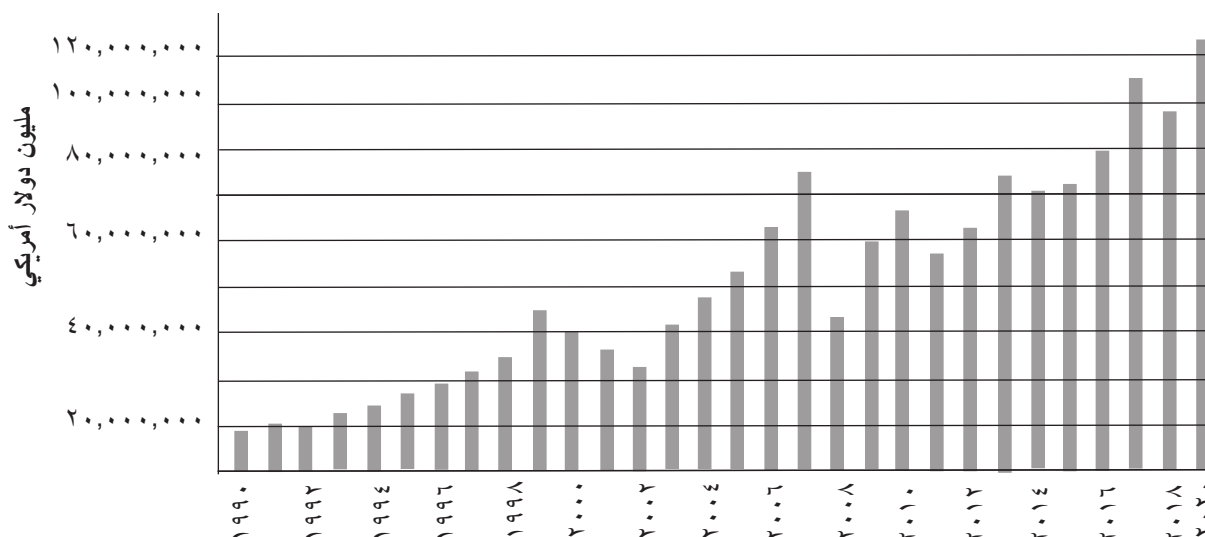
- **الخدمات المصرفية للأفراد** - المجموعة التقليدية من الحسابات المصرفية الجارية، وحسابات الودائع المصرفية، والإقراض، وبطاقات الائتمان.
- **التأمين** - تقديم مجموعة متنوعة من برامج الحماية والتأمين على الحياة، تغطي مجالات مثل التأمين الطبي، والتأمين الذي يغطي الحالات الصحية الحرجة، والتأمين على السيارات، والتأمين على المنازل والعقارات، وتأمين حماية الدخل، والتأمين على القرض العقاري.
- **صناديق التقاعد** - توفير حسابات استثمارية مصممة خصيصاً للاحتفاظ بمدخرات الفرد في أثناء حياته المهنية، ومن ثم دفع مستحقاته عند التقاعد.
- **الخدمات الاستثمارية** - سلسلة واسعة من المنتجات والأدوات الاستثمارية تتراوح من الوساطة المالية للعملاء الذين يستخدمون خدمات التنفيذ فقط، إلى الخدمات المصرفية الخاصة والخدمات المتكاملة لإدارة الثروات.
- **التخطيط المالي والمشورة المالية** - مساعدة الأفراد على تحديد أهدافهم المالية والتخطيط للمستقبل.

٢-١ أسواق الأسهم

أسواق الأسهم هو الاسم الذي يطلق على أسواق الأسهم حيث يتم تداول الأسهم العادية والممتازة للشركات، مثل أمازون وأبل وفيسبوك ونتفليكس. تُعد أسواق الأسهم أكثر الأسواق المالية شهرةً على الإطلاق، وتقوم بتسهيل تداول الأسهم في الشركات المدرجة في الأسواق المالية.

يوفر الاتحاد الدولي للبورصات (WFE) بياناتٍ من البورصات العالمية. وكما هو موضح في الشكل أدناه، تجاوزت القيمة السوقية لسوق الأسهم العالمية ١٠٩ تريليون دولار أمريكي في نهاية عام ٢٠٢٠ (ملاحظة: لا تقدّم البورصات كلها بياناتٍ للاتحاد الدولي للبورصات، لذا قد تكون الأرقام الحقيقية أعلى من ذلك بكثير). والمقصود بالقيمة السوقية العالمية مجموع قيم الأسهم المدرجة في بورصات العالم.

القيمة السوقية العالمية



المصدر: الاتحاد الدولي للبورصات

- كانت بورصة نيويورك (NYSE) من أكبر أسواق القيمة السوقية على مستوى العالم، تجاوزت قيمتها السوقية المحلية ٢٦ تريليون دولار أمريكي (ويُقصد بالقيمة السوقية المحلية قيمة الأسهم المدرجة في البورصة الواحدة).
- أما البورصة الأمريكية الرئيسية الأخرى، وهي بورصة ناسداك (نظام تحديد الأسعار الآلي التابع للمؤسسة القومية لوسطاء الأوراق المالية)، فقد صُنفت على أنها ثاني أكبر أسواق الأسهم على الإطلاق، حيث قاربت قيمتها السوقية المحلية ١٩ تريليون دولار أمريكي، ما يعني أنَّ هاتين البورصتين في نيويورك تمثلان حوالي ٤٠٪ من إجمالي تداولات قطاع البورصة بأكمله.
- تصنّف بورصة شنغهاي (SSE) ثالث أكبر بورصة في العالم بقيمة سوقية محلية تقارب ٧ تريليون دولار أمريكي. وتُعد بورصة شنزين (SZSE) سابع أكبر بورصة بقيمة سوقية محلية تزيد عن ٣ تريليون دولار أمريكي.
- تُصنّف مجموعة البورصة اليابانية، التي تضم بورصة طوكيو (TSE)، على أنها ثالث أكبر أسواق العالم على الإطلاق، حيث فاقت قيمتها السوقية المحلية ٦ تريليون دولار أمريكي.
- أكبر البورصات في أوروبا هي بورصة يورونكست (Euronext) وسوق لندن للأوراق المالية (LSE) والبورصة الألمانية (Deutsche Börse).
- أما أكبر بورصات الشرق الأوسط، فهي سوق تداول (البورصة السعودية)، إذ تقارب قيمتها السوقية المحلية ٢,٥ مليار دولار أمريكي.

في ظل تطوّر التكنولوجيا وشبكات الاتصالات، ظهر عدد من البدائل المنافسة للبورصات التقليدية، التي تُعرف باسم منصات التداول المتعددة الأطراف (MTFs). وهذه عبارة عن أنظمة تجمع بين عدد من الأطراف الراغبة في بيع الأدوات المالية وشرائها، بما في ذلك الأسهم والسندات والمشتقات المالية. كما تُعرف هذه الأنظمة باسم شبكات مطابقة الأسعار [بالإنجليزية: crossing networks] أو مُحركات المطابقة بين عروض البيع والشراء [بالإنجليزية: matching engines] التي تُشغّلها إحدى شركات الاستثمار أو غيرها من المتعاملين في السوق.

وستنطرق بمزيد من التفصيل إلى حقوق الملكية وأسواق الأسهم في الفصل الرابع من هذا الكتاب.

٢-٢ أسواق السندات

تتيح أسواق السندات للحكومات والشركات إمكانية جمع القروض أو تمويل الديون مباشرة من المستثمرين ومن ثم تسهيل عملية التداول الثانوي التالية لسندات الدين التي تم إنشاؤها. على الرغم من أن أسواق السندات أقل شهرةً من أسواق الأسهم، إلا أنها تتميز بكونها الأكبر من حيث الحجم وقيمة التداولات. لكن حجم تداول السندات أصغر، نظراً لأن معظم عمليات التداول تكون كبيرة جداً عند مقارنتها بالتداولات في أسواق الأسهم.

ويتجاوز حالياً مجموع قيمة السندات التي لم يحن موعد استحقاقها بعد في سوق السندات العالمية ما يعادل ١٢٠ تريليون دولار أمريكي وفقاً للبيانات التي نشرها بنك التسويات الدولية (BIS). وتتشكل أسواق السندات المحلية حوالي ٨٠٪ من المجموع الكلي، فيما ترجع النسبة الباقية إلى السندات الدولية. وتعدّ الحكومات أكبر جهة مصدرة للسندات، تليها المؤسسات المالية.

وتتنوع السندات المُتداولة من السندات المحلية الصادرة عن الشركات والحكومات إلى السندات الدولية الصادرة عن الشركات والحكومات والمنظمات الدولية مثل البنك الدولي. وعلى الرغم من أن الولايات المتحدة الأمريكية تضم أكبر سوقٍ للسندات في العالم، تحدث معظم عمليات التداول في السندات الدولية في الأسواق الأوروبية بوجه رئيسي. سوف نستعرض مزيداً من التفاصيل عن السندات في الفصل الخامس.

٣-٢ أسواق العملات الأجنبية (الفوركس)

أسواق العملات الأجنبية (الفوركس) هي السوق العالمية التي تحدد سعر الصرف للعملات في جميع أنحاء العالم والتي يتم تداول عملة مقابل أخرى فيها. تُعد أسواق العملات الأجنبية الأضخم على الإطلاق بين الأسواق المالية كلها، حيث يتجاوز متوسط قيمة تداولاتها اليومية عالمياً ٦ تريليون دولار أمريكي.

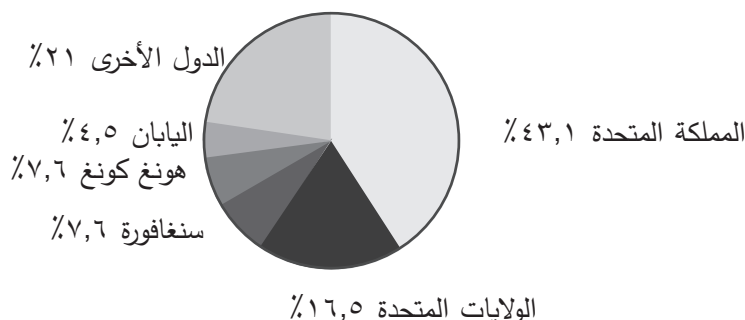
يُحدّد سعر صرف عملة مقابل عملة أخرى على أساس العرض والطلب. فعلى سبيل المثال، ترتفع قيمة الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني في حال وجود طلب شديد من المستثمرين اليابانيين على الدولار الأمريكي.

وهناك سوقٌ نشطة للصرف الأجنبي يتيح للشركات والحكومات والأفراد إمكانية التداول بتدفقاتهم النقدية الواردة والصادرة المقومة بالعملات الأجنبية. توفر البنوك الكبرى هذه السوق غالباً، حيث ينشر كل بنك أسعار الصرف الخاصة به لشراء العملات أو بيعها. وفيما مضى، كانت معظم معاملات الفوركس تجري عبر الهاتف. أما اليوم، فيتزايد استخدام التداول الإلكتروني.

ولمّا كان تبادل العملات الأجنبية يجري خارج الأسواق الرسمية، أي إن التفاوض يتم مباشرةً بين الوسيطاء/التجار، فلا يوجد سوق مركزي أو مركز للمقاصة. هذا ويتركز تداول العملات الأجنبية في عددٍ صغيرٍ من المراكز المالية.

يصدر بنك التسويات الدولية (BIS) أرقاماً تبين تركيبة سوق الصرف الأجنبي كل ثلاث سنوات. وقد أظهر التقرير الأخير الصادر في العام ٢٠١٩ أن النشاط في السوق لا يزال يخضع لمجموعة محددة من المراكز العالمية. وكما هو موضح في الشكل أدناه، تحتل المملكة المتحدة الصدارة بصفتها المركز الرئيسي للتداول في العملات الأجنبية، ما يعكس موقعها الجغرافي في الوسط بين المنطقتين الزمنيتين الأمريكية والآسيوية.

المراكز الرئيسية للتداول في العملات الأجنبية



المصدر: بنك التسويات الدولية

ولقد ورد في تقرير بنك التسويات الدولية استمرار الدولار الأمريكي في الاحتفاظ بمركزه بصفته العملة المسيطرة بنسبة ٨٨% على كافة معاملات التداول. ويقدم التقرير تصنيفات لأنواع عمليات التداول الرئيسية في الصرف الأجنبي والتي سيتم تناولها لاحقاً في هذا الكتاب. وورد أيضاً في التقرير متوسط نسب معاملات الصرف الأجنبي كما هو موضح في الجدول أدناه.

معدلات أدوات الفوركس	
المعاملات الفورية	٣٠%
المعاملات الآجلة	١٥%
عقود مبادلة العملات الأجنبية	٤٩%
عقود مبادلة العملات	٢%
عقود الخيار وغيرها من المنتجات الأخرى	٤%

سنناقش أسواق الفوركس بالتفصيل في الفصل ٣.

٢-٤ أسواق المشتقات المالية

تُتداول في أسواق المشتقات مجموعة متنوعة من المنتجات المُعقَّدة بالاستناد إلى أسعار الأدوات المالية الأساسية، بما فيها العملات والمؤشرات وأسعار الفائدة والأسهم والسلع ومخاطر الائتمان. العقود الآجلة والخيارات هما من أكثر المشتقات شهرة.

تتوافر المشتقات المالية التي تستند إلى هذه العناصر الأساسية في كل من أسواق الأوراق المالية الرسمية وخارج الأسواق الرسمية، حيث تتم التعاملات مباشرة بين الأطراف المعنية بدلاً من التداول في الأسواق الرسمية، علماً بأن تداول المشتقات المالية يتم في الأسواق الرسمية بصورة متزايدة. وتحتل بورصة شيكاغو التجارية (سي إم إي CME) المرتبة الأولى بصفقتها أكبر أسواق تداول المشتقات المالية الرسمية في العالم، بينما تهيمن أوروبا على تداولات المشتقات خارج الأسواق الرسمية حول العالم. وبالاستناد إلى القيمة التقديرية للديون التي لم يحن موعد استحقاقها بعد، يبلغ حجم التداول في المشتقات المالية خارج الأسواق الرسمية على مستوى العالم حوالي أربعة أضعاف حجم الأسهم المدرجة رسمياً في أسواق الأسهم.

مقدمة: قطاع الخدمات المالية

تمثّل عقود المشتقات المرتبطة بأسعار الفائدة أكثر من ٨٠٪ من عقود المشتقات التي لم يحن موعد استحقاقها، ومعظمها من خلال مقايضات أسعار الفائدة، و١٥٪ أخرى ترجع إلى مشتقات العملات الأجنبية. أما بالنسبة للعملات، فيسيطر اليورو والدولار الأمريكي على سوق المشتقات المرتبطة بأسعار الفائدة، ويرجع إليهما أغلب الفضل في النمو الذي شهدته هذه الأسواق منذ العام ٢٠٠١. وقد جاء هذا النمو في السوق ليكون بمثابة ردّ فعلٍ على انهيار أسواق الأسهم بين عامي ٢٠٠٠ و٢٠٠٢ حين سعى المتداولون إلى حماية مراكزهم من مخاطر تقلّب أسعار الفائدة. ويحتلّ قطاع المشتقات المالية المرتبطة بأسعار الصرف الأجنبي المرتبة الثانية، حيث تُستخدم هذه المشتقات للمضاربة على تحركات العملات والتحوط ضد مخاطر تجارة العملات (الفوركس). وتأتي العقود المرتبطة بالأسهم، والمشتقات الائتمانية، وعقود السلع الأساسية في المرتبة التالية، وهذه تُستخدم في التحوط ضد المخاطر أو في المضاربة.

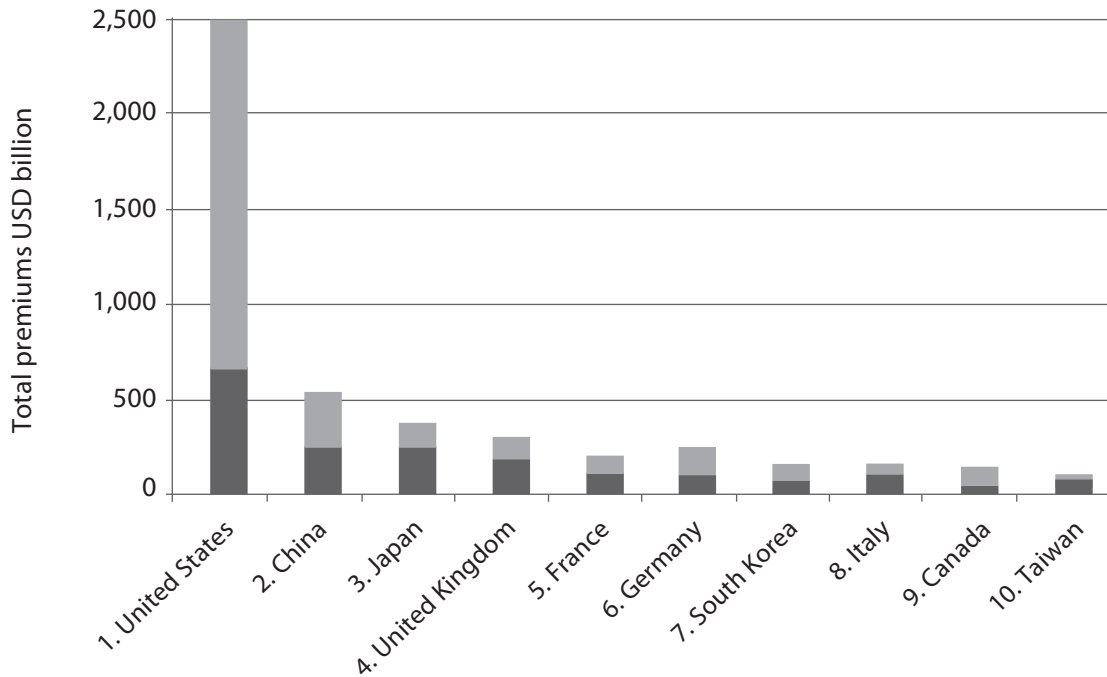
وسنستعرض المزيد من التفاصيل عن المشتقات المالية في الفصل السادس من هذا الكتاب.

٥-٢ أسواق التأمين

تتخصّص أسواق التأمين في إدارة المخاطر الشخصية ومخاطر الشركات وتوفير الحماية من مخاطر الحياة.

وتُعَدّ الولايات المتحدة الأمريكية واليابان والصين والمملكة المتحدة أكبر أسواق التأمين في العالم. ويتضمن الرسم البياني الآتي عن أكبر عشرة أسواق تأمين في العالم وفقاً لتقرير أعدته شركة سويس ري:

أكبر عشرة أسواق في ٢٠١٩



المصدر: سويس ري ٢٠٢٠ (Swiss Re 2020)

يتصدّر السوق عدد من الشركات الكبيرة التي تسيطر على نشاط التأمين في القطاع أو المنطقة العاملة فيهما؛ نذكر على سبيل المثال بعضاً من أكبرها: شركات تشينا لايف (China Life) وأليانز (Allianz) وأكسا (AXA).

كما أن لويديز (سوق التأمين المتخصص في العالم وكان يشار إليه سابقاً باسم لويديز أوف لندن) مثال آخر لمنظمة معروفة يعود تاريخها إلى أكثر من ٣٠٠ عام، فهي واحدة من أكبر شركات التأمين في العالم.

لا تُعد لويذر مجرد شركة تأمين إنما سوق تجمع بين مجموعة من جهات التأمين، كل من الأفراد والشركات، حيث يقبلون مخاطر التأمين باعتبارهم أعضاء في واحد أو أكثر من اتحادات التأمين ضد المخاطر. وثمة عدد محدود من الأعضاء الأفراد (المعروفين عادةً باسم "الأسماء Names") مسؤول بالكامل عن ثرواتهم الخاصة للوفاء بالتزاماتهم التأمينية، في حين أن الغالبية هم كيانات اعتبارية تجارية ذات مسؤولية محدودة. وتشمل الكيانات الاعتبارية الأعضاء الشركات والشراكات ذات المسؤولية المحدودة وبعض المنشآت ذات الأغراض الخاصة. ويجتمع أفراد Lloyd's Names معاً في الاتحادات ويقوم كل اتحاد "بالتعهد بالتغطية التأمينية"، أي يتحمل كل أو جزء من مخاطر التأمين. ويوجد عدد كبير من الاتحادات، وكل اسم ينتمي إلى واحد أو عدد منها. ويأمل كل اتحاد أن تتجاوز الأقساط المستلمة قيمة المطالبات المدفوعة، وفي هذه الحالة، سيحصل كل فرد من أفراد Names على حصة من الأرباح (بعد خصم المصاريف الإدارية).

توفّر لويذر التأمين ضد مجموعة من المخاطر المتخصصة والمعقّدة في حالات الإصابة وفي قطاعات العقارات والطاقة والسيارات والطيران والبحرية وإعادة التأمين. وقد حققت شهرة واسعة في تقديم خدمات تأمينية جديدة مبتكرة، من بين ذلك مثلاً تطوير بوالص تتعلّق بالطيران وأعمال السطو والجرائم الإلكترونية، وتُعرف حول العالم بأنها تنفرد بتقديم التأمين ضد مخاطر غير اعتيادية ومتخصصة ومعقّدة. تلتزم شركة لويذر بالتغطية التأمينية في أكثر من ٢٠٠ دولة وقامت بدفع ما يعادل متوسط مبلغ ٢,١ مليار جنيه إسترليني مقابل قيمة مطالبات التعويضات على مدار ٢٠ عاماً، أي من عام ٢٠٠٠ حتى عام ٢٠٢٠.

أما قطاع إعادة التأمين فهو أقل شهرة بالنسبة لعامة الناس. فعلى غرار الأفراد الذين يستخدمون التأمين للوقاية من احتمال المطالبة بدفع أي تعويضات، تغطّي شركات التأمين مخاطرها باستخدام شركات إعادة التأمين؛ وقد تسعى إحدى شركات التأمين للتحوّط ضد بعض المخاطر الواردة كتابياً بالبوالص الخاصة بها من خلال تغطية بعض منها مع شركة إعادة تأمين.

يمكن أن يغطي عقد إعادة التأمين محفظة كاملة أو مخاطر فردية؛ وقد ينطوي ذلك على مشاركة جميع الأقساط والخسائر أو فقط تلك التي تتجاوز حداً معيناً، ويمكن أن تغطي أيضاً مخاطر كبيرة غير متكرّرة، مثل الإنشاءات الكبرى أو الأضرار الصناعية أو الأحداث الرياضية الكبيرة. ومن بين أكبر شركات إعادة التأمين في العالم شركات ميونيخ ري (Munich Re)، وسويس ري (Swiss Re)، وهانوفر ري (Hanover Re)، وبركشاير هاثاوي (Berkshire Hathaway)، ولويذر (Lloyd's).

٣- الأطراف المشاركة

الهدف التعليمي

- ١-١-١ معرفة دور كلّ مما يلي ضمن قطاع الخدمات المالية: مصارف الأفراد/الشركات؛ مؤسسات الإِخار؛ المصارف الاستثمارية؛ المصارف الخاصة؛ صناديق النقاعد؛ شركات التأمين؛ مدراء الصناديق الاستثمارية؛ الوسطاء؛ أمناء الحفظ؛ المنصات؛ شركات إدارة استثمارات الغير (TPAs)؛ الهيئات التجارية والمهنية؛ الصناديق السيادية؛ الإقراض المباشر بين النظراء/التمويل الجماعي

تتسم المؤسسات العاملة في قطاع الخدمات المالية بكثرة عددها وتنوّعها. وتؤدي كلّ منها وظيفة متخصصة، لذلك لا بدّ من فهم الأدوار التي تؤديها كل منها من أجل استيعاب كيفية تنظيم القطاع وآليات التفاعل بين المشاركين فيه.

وعلى الرغم من أن الفقرات الآتية تتضمن شرحاً مفصلاً لكلٍ من هذه المؤسسات على حدة، فإنَّ طبيعة الاتِّحادات الماليَّة تعني أن بعضاً من كبرى الشركات العالمية قد تضم أقساماً متخصصة يقوم كل منها بواحدةٍ من هذه النشاطات.

٣-١ المصارف الاستثمارية (Investment Banks)

تُقدِّم المصارف الاستثمارية المشورة وتوفّر التمويل اللازم للشركات التي ترغب في طرح أسهمها في البورصة، أو جمع تمويل إضافي عن طريق إصدار مزيدٍ من الأسهم أو السندات، أو تنفيذ عمليات الدمج والاستحواذ. كما تقدِّم هذه المصارف خدماتٍ للمؤسسات الراغبة في الاستثمار في الأسهم والسندات، لا سيما صناديق التقاعد ومُدراء الأصول.

تقدم المصارف الاستثمارية عادةً بعض أو جميع الخدمات التالية:

- جمع التمويل وتقديم المشورة للحكومات والشركات على السواء. بالنسبة إلى عملائها من الشركات، فيرتبط هذا عادةً بالإصدارات الجديدة من الأوراق المالية لجمع رأس المال، بالإضافة إلى تقديم المشورة في ما يتعلق بعمليات الدمج والاستحواذ.
- التداول في الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والمشتقَّات المالية وتوفير كافة التجهيزات اللازمة لإجراء عمليات الوساطة والتوزيع.
- التداول بسندات الخزنة للعملاء من الشركات بعمولات مختلفة، بما في ذلك خدمات "الهندسة المالية" بغرض حمايتهم من تقلّبات أسعار الفائدة وأسعار الصَّرف.
- إدارة الاستثمارات لكبار المستثمرين مثل صناديق التقاعد للشركات والجمعيات الخيرية وأصحاب الأرصدة المالية الضخمة. وقد تصل قيمة الأموال المُدارة في المصارف الاستثمارية الأكبر حجماً إلى عدة مليارات من الدولارات.

ويقتصر تقديم الخدمات في المجالات السابقة مجتمعةً على عددٍ قليلٍ فقط من المصارف الاستثمارية. فمعظم المصارف الأخرى تميل إلى التخصص نوعاً ما، وتقدِّم خدماتها في عدد قليل من هذه المجالات فقط. وقد عمد عددٌ من المصارف إلى تنويع مجموعة أنشطته عن طريق تطوير عمليات مثل تداولات المصارف لحسابها الخاص، أو خدمة صناديق التحوُّط، أو الاستثمار في صناديق الملكية الخاصة.

٣-٢ أمناء الحفظ (Custodian Banks)

أمناء الحفظ عبارة عن مصارف متخصصة في توفير خدمات الحفظ الآمن، أي العناية بمحافظ الأسهم والسندات لصالح الآخرين مثل مدراء الصناديق وصناديق التقاعد وشركات التأمين، وتشمل أنشطتها ما يأتي:

- حفظ الأصول كالأسهم والسندات في عُهْدَتِها الآمنة.
- ترتيب التسويات المتعلقة بعمليات شراء الأوراق المالية وبيعها.
- خدمة الأصول - تحصيل الدخل الناتج عن الأصول، أي توزيعات أرباح الأسهم في حالة الأسهم وتحصيل الفوائد في حالة السندات، ومعالجة قرارات الشركات.
- توفير المعلومات المتعلقة بالشركات المُستثمر فيها وجمعياتها العمومية السنوية.
- إدارة المعاملات النقدية.
- إجراء تداولات الصرف الأجنبي حسب الضرورة.
- تقديم تقارير مُنظمة لعملائها عن كافة الأنشطة التي تؤثر في موجودات المحفظة الاستثمارية للعميل، بما في ذلك جميع التداولات وقرارات الشركات وغيرها من المعاملات المختلفة.

لقد ساهمت الضغوط الناتجة عن ارتفاع تكلفة الخدمات التي يقدمها أمناء الحفظ في تخفيض الرسوم التي تتقاضاها هذه الشركات لقاء خدمات الحفظ التقليدية، ما أدى إلى ظهور تكتلات في القطاع المالي. فقد أصبح عدد محدود من الشركات

العالمية يسيطر اليوم على قطاع الحفظ الأمين للأصول، وغالباً ما تكون فروعاً من المصارف الكبرى، ومن بين أشهرها على مستوى العالم بنك أوف نيويورك ميلون (Bank of New York Mellon) ومؤسسة ستيت ستريت (State Street).

وتُقدّم هذه المصارف عموماً خدماتٍ أخرى لعملائها مثل إقراض الأوراق المالية، وقياس أداء المحافظ الواقعة في عهدها، وزيادة العائد على أيّ فائض نقدي إلى الحدّ الأقصى.

٣-٣ مصارف الأفراد/ الشركات

تُعرف مصارف الأفراد/ مصارف الشركات بأسماء متنوعة في مختلف الدول. فهي مؤسسات مالية تُوفّر خدمات مثل قبول الودائع من العملاء الأفراد وتقديم القروض لهم، بالإضافة إلى توفير خدمات السداد وتحويل الأموال. وقد تُوفّر هذه المصارف أيضاً خدماتٍ مماثلة لعملائها من الشركات.

ولطالما كانت هذه المصارف تمارس عملها عبر فروعها في مختلف المناطق، إلا أنها بدأت مؤخراً بتقديم خدماتها عبر الإنترنت والهاتف بشكل متزايد. فضلاً عن تقديم الخدمات المصرفية التقليدية، تقدم مصارف الأفراد الأكبر حجماً منتجات مالية أخرى أيضاً، مثل الاستثمارات والمعاشات التقاعدية والتأمين. تُعرّف البنوك التي تختص بتقديم مثل هذه الخدمات المتعددة باسم "التكتلات المالية". ويُعرّف بنك التسويات الدولية (BIS) التكتل المالي بأنه "أي مجموعة من الشركات الخاضعة لسيطرة مشتركة تتمثل أنشطتها الحصرية أو الرئيسية بتقديم خدمات مهمة في قطاعين ماليين مختلفين على الأقل (القطاع المصرفي، الأوراق المالية، التأمين)".

٤-٣ مؤسسات الادّخار

بالإضافة إلى مصارف الأفراد، توجد في معظم الدول مؤسسات ادّخار استهلت عملها عن طريق التخصص في تقديم منتجات الادّخار للعملاء الأفراد، غير أنها أصبحت اليوم تُقدّم مجموعة من الخدمات المماثلة لتلك التي تقدّمها المصارف.

وتُعرف هذه المؤسسات بأسماء مختلفة حول العالم، مثل "Cajas" (تُلفظ "كاجاس") في البلدان الناطقة باللغة الإسبانية، أو الاتحادات الائتمانية في قارة أمريكا الشمالية، أو جمعيات التمويل والإقراض (Building Societies) في أستراليا والمملكة المتحدة. وتعود ملكية هذه المؤسسات عادةً إلى الأفراد الذين أودعوا أو اقترضوا أموالاً منها (أي الأعضاء)، ولهذا السبب تُوصف هذه المؤسسات غالباً بأنها "جمعيات تعاونية" (mutual societies) أو "مصارف ادّخار مشتركة".

وقد اندمجت عدّة مؤسسات ادّخار على مرّ السنين أو استحوذت عليها المصارف الأكبر حجماً. كما تحوّل عددٌ منها في الآونة الأخيرة إلى مصارف مدرجة في البورصة. وتُعرف هذه العملية باسم (demutualisation) باللغة الإنجليزية، وتعني تحوّل الجمعيات التعاونية إلى شركات مساهمة.

٥-٣ الإقراض المباشر بين النظراء والتمويل الجماعي

ظهرت في الآونة الأخيرة بدائل تنافس الدور التقليدي للمصارف على شكل الإقراض المباشر بين النظراء أو التمويل الجماعي.

ففي النموذج المصرفي التقليدي، تأخذ المصارف الودائع من المستثمرين وتدفع عليها الفوائد، ومن ثمّ فإنها تقوم بإقراضها بسعر فائدة أعلى، وبذلك يحقّق المصرف أرباحه عن طريق الفارق بين السعرين. أما في نموذج الإقراض المباشر، فتبقى المصارف خارج هذه العملية تماماً. وهكذا يحصل المقرض في الغالب على سعر فائدة أدنى قليلاً، بينما يحصل المدّخر على أسعار فائدة أساسية أعلى بكثير. وتجنّي المؤسسات التي تقدّم هذه الخدمة الربح عن طريق فرض الرسوم.

مقدمة: قطاع الخدمات المالية

وهنا يتسنى للمدّخر الحصول على عوائد أعلى في مقابل قبوله بتحمل درجة أعلى من المخاطر، الأمر الذي يمكن أن يكون مفيداً للغاية لا سيما في الأوقات التي تشهد انخفاضاً في معدلات الفائدة. وتتفاوت أسعار الفائدة المتوافرة تبعاً لنوع الجهة المقترضة التي تحصل على قرض من مؤسسة التمويل المباشر إلى جانب درجة استعداد المقرض لتحمل المخاطر. ويتم إقراض المال الذي أودعه المدّخر للأفراد والشركات، لكن إذا كانت الوديعة ضخمة، فقد يستغرق إقراض المبلغ كاملاً والحصول على الفوائد منه بعض الوقت، إذ لا تدفع المؤسسة أي فوائد لصاحب الوديعة أثناء مدة الانتظار لحين إقراضها. كما قد لا تتوافر إمكانية السحب المباشر للوديعة دائماً، وإن توافرت فإنها قد تستغرق بعض الوقت كما يمكن أن تتطوي على دفع رسم أو القبول بمعدل فائدة مخفّض.

التمويل الجماعي هو تمويل مشروع أو استثمار عالي المخاطر عن طريق جمع مبالغ مالية صغيرة من عدد كبير من الأفراد، وذلك باستخدام الإنترنت عادةً. في التمويل التقليدي، كان يجري تمويل المنشآت أو المشاريع أو الاستثمارات العالية المخاطر عبر جمع مبالغ مالية كبيرة من عدد قليل من الأفراد. أما التمويل الجماعي، فيقوم على فكرة مناقضة تماماً، أي استخدام الإنترنت للوصول إلى عدد كبير من الممولين المحتملين. ويمكن للتمويل الجماعي أن يتخذ الأشكال الآتية:

- جمع التبرعات ببساطة من الأفراد الذين يؤمنون بهدف المشروع أو يدعمون الابتكارات.
- التمويل الجماعي عن طريق الديون، حيث يسترد المستثمرون أموالهم بالإضافة إلى فوائد عليها.
- التمويل الجماعي عن طريق حقوق الملكية، حيث يستثمر الأفراد في المشروع مقابل حصولهم على حقوق ملكية أو أسهم فيه.

٦-٣ شركات التأمين

كما ذكرنا سابقاً، تتمثل إحدى الوظائف الرئيسية لقطاع الخدمات المالية في السماح بإدارة المخاطر بفعالية؛ إذ يوفر قطاع التأمين حلولاً متنوعة ومتطورة تتجاوز أبعادها مجالات إدارة المخاطر التقليدية، مثل التأمين على الحياة والتأمين العام.

ويُعَدّ التخطيط للحماية من المخاطر أحد المجالات الرئيسية في ميدان المشورة المالية. ويُقدّم قطاع التأمين مجموعة متنوعة من المنتجات التي تلبي عدّة سيناريوهات محتملة، بدءاً من بوالص التأمين لحماية المدفوعات في حال عدم قدرة الفرد على سداد مبالغ القروض والرهون العقارية وصولاً إلى التأمين ضدّ مخاطر حوادث تحطم الطائرات.

وتحصل شركات التأمين أقساطاً مقابل خدمات التأمين التي تقدّمها. ومن ثم تستثمر هذا الدخل الناتج عن أقساط التأمين في الأسهم والسندات. وبذلك يُعَدّ قطاع التأمين من أبرز المستثمرين في أسواق الأسهم والسندات على السواء. كما تحتفظ شركات التأمين بكمية كبيرة من النقد لتمكّن من سداد أيّ تعويضات مستحقة على البوالص المختلفة، وقد تقوم بتصفية جزء من موجوداتها الاستثمارية إذا لزم الأمر.

٧-٣ صناديق التقاعد

تُعَدّ صناديق التقاعد (أو برامج التقاعد) من الطرق الرئيسية التي تمكّن الأفراد من الحصول على مصدر لتمويل احتياجاتهم بعد التقاعد. وتتوافر مجموعة متنوعة من برامج التقاعد، بدءاً من البرامج التي تقدّمها الشركات لموظفيها وصولاً إلى البرامج الشخصية.

وقد جرت العادة على تقديم برامج تقاعد الشركات مبلغاً محدداً للموظف يُحسب على أساس راتبه النهائي وعدد سنوات الخدمة. أما اليوم، فترى العديد من الشركات أن مثل هذه البرامج تُفرض عليها التزامات مكلفة للغاية نظراً لارتفاع متوسط العمر المتوقع للفرد وتقلّب العوائد في أسواق الأوراق المالية. ولذلك أصبحت معظم الشركات اليوم تُقدّم لموظفيها الجدد

برامج تقاعدية على أساس المساهمات أو الاشتراكات المحددة، حيث يساهم كل من الشركة والموظف معاً بدفع الاشتراكات التي توضع في برنامج استثمار مشترك. وبحلول وقت التقاعد، يُستخدم المبلغ المتراكم لدفع الراتب التقاعدي للموظف.

ويشار إلى أن العديد من الأفراد لا ينتمون إلى عضوية البرامج التقاعدية التي تُقدّمها الشركات. وبدلاً من ذلك يخطّط هؤلاء لتقاعدهم بأنفسهم عن طريق برامج التقاعد الشخصية (برامج التقاعد المُدارة ذاتياً).

وبصورة عامة، يمكن القول إنّ صناديق التقاعد تستثمر بشكل كبير في الأسهم والسندات والنقد على المدى الطويل. وقد يستثمر بعضها في الأصول المادية مثل العقارات. وتتسم كمّيّات الأموال المُستثمرة في هذه البرامج بضخامة حجمها حتى تستطيع تحقيق هدفها في توفير رواتب المتقاعدين عند التقاعد.

٨-٣ مدراء الصناديق

يتولّى مدراء الصناديق، الذين يُطلق عليهم أيضاً اسم مدراء الاستثمار أو مدراء المحافظ الاستثمارية أو مدراء الأصول، إدارة المحافظ الاستثمارية لصالح الآخرين، إذ يستثمرون الأموال التي تحتفظ بها المؤسسات، مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين وأصحاب الأرصدة الضخمة. ومن بين شركات إدارة الصناديق شركات تركز فقط على هذا النوع من النشاط التجاري، بينما يتبع قسم آخر شركات أكبر حجماً مثل شركات التأمين أو المصارف. وتُعرف إدارة صناديق الاستثمار أيضاً باسم إدارة الأصول. وقد ازداد حجم قطاع إدارة الأصول العالميّ بأكثر من الضعف منذ العام ٢٠٠٠م، حيث قدّرت مُنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وصندوق النقد الدولي أنّ قيمة الصناديق الاستثمارية المُدارة تتجاوز ٩٠ تريليون دولار أمريكي.

يشترى مدير الاستثمار عادةً الأسهم والسندات والأصول الأخرى ويبيعها بربح بهدف زيادة قيمة المحافظ الاستثمارية لعملائه. ويمكن تصنيف مدراء الاستثمار في مجموعتين: "مدراء صناديق الشركات" و"مدراء صناديق المستثمرين الأفراد". يقوم النوع الأول بالاستثمار نيابةً عن المؤسسات، كاستثمار الأموال في صندوق التقاعد الخاص بإحدى الشركات أو في صندوق إحدى شركات التأمين أو إدارة استثمارات صندوق مشترك. أما النوع الثاني من مدراء الصناديق، فيستثمر أموال ذوي الأرصدة العالية نسبياً. ولا شك في أنّ المحافظ الاستثمارية للشركات تكون عادةً أكبر من محافظ العملاء الأفراد.

ويتقاضى مدير الصندوق رسوماً من عملائه لقاء إدارة أموالهم. وغالباً ما تحسب هذه الرسوم على أساس نسبة مئوية صغيرة من قيمة المحفظة المُدارة، كما قد يفرض رسوماً لقاء الأداء الذي حقّقه.

ومن بين المجالات الأخرى لإدارة الأصول إدارة ما يُسمّى بصناديق التحوّط، وتوفير خدمات إدارة الاستثمار للكيانات المؤسسية مثل الجمعيات الخيرية والسلطات الحكومية المحلية.

٩-٣ الوسطاء ومدراء الأصول

يقوم الوسطاء بترتيب عمليّات التداول في البورصة لصالح عملائهم من الأفراد والمؤسسات الاستثمارية ومدراء الصناديق. وقد يقدّم الوسيط المشورة للمستثمرين في ما يتعلّق بأنواع الأسهم أو الاستثمارات أو السندات التي يُنصح بشرائها، أو قد يتولّى تنفيذ العمليّات فقط بناءً على أوامر العميل، حيث يقوم الوسيط المالي بإجراء التداول وفقاً لتعليمات العميل من دون تقديم أي استشارة مالية. ويُقدّم الكثير من الوسطاء في يومنا هذا خدمات إدارة الأصول لعملائهم، ومن هنا جاءت تسميتهم بمدراء الأصول.

يمكن تصنيف الخدمات التي يقدّمها الوسطاء ومدراء الأصول ضمن أربع فئات رئيسية:

مقدمة: قطاع الخدمات المالية

- **الوسطاء المختصون بالتنفيذ فقط:** يقدم هؤلاء الوسطاء خدمات تنفيذ عمليات التداول عن طريق الإنترنت أو الهاتف، بالإضافة إلى تسوية معاملات العملاء الأفراد. ولا تتضمن الخدمات التي يقدمها هؤلاء الوسطاء تقديم المشورة المالية. ويحسب الوسيط عمولته لكل عملية تداول على حدة، ويستهدف المتداولين اليوميين والمستثمرين ممن يقومون بصنع القرارات الخاصة باستثماراتهم. كما يستهدف في العادة المستثمرين من ذوي المحافظ الاستثمارية الصغيرة.
- **المستشارون الآليون:** يُعدّ المستشار الآلي - وهو أحد الابتكارات الحديثة - بمثابة خدمة لتقديم إدارة الأصول عبر الإنترنت حيث يقدم المشورة الآلية باستخدام الخوارزميات في ما يخص إدارة المحافظ الاستثمارية، من دون استخدام خبرات التخطيط المالي البشرية. وعادة ما يتقاضى المستشار الآلي الرسوم الشهرية أو السنوية تبعاً لحجم المحفظة الاستثمارية (حجم الأصول المُدارة).
- **مدراء الأصول الذين يقدمون خدمات المشورة أو الإدارة المتكاملة:** يقدم هؤلاء المدراء خدمة إدارة الأصول للمستثمرين الأفراد، إما عبر تقديم المشورة المالية فقط أو خدمة الإدارة المتكاملة بحسب تقديرات المدير (الإدارة التقديرية). ويتراوح سوقهم المستهدف من الأثرياء الجدد إلى الأفراد من ذوي صافي الأرصدة العالية بمحافظ استثمارية ضخمة. وتتوقف الأجور التي يتقاضاها هؤلاء المدراء مقابل إدارة المحفظة الاستثمارية على قيمة المحفظة.
- **وسطاء المؤسسات:** يقوم هؤلاء الوسطاء بترتيب التداولات بالنيابة عن المؤسسات الكبرى، حيث تكمن مهارتهم الرئيسية في قدرتهم على تنفيذ ما يُعرف عادةً بالتداولات الكبيرة في السوق، من دون إحداث تأثير سلبي كبير على سعر السهم. وقد يتضمن عملهم القيام بتقسيم أحد الأوامر الكبيرة إلى أوامر أصغر حجماً وتنفيذها عن طريق مجموعة مختلفة من منصات التداول بغرض التخفيف من أثرها على السوق. ويتقاضى هؤلاء الوسطاء عادةً رسوماً بقيمة نقاط أساس كل عملية تداول.

يدير الوسيط المالي ومدبر الأصول، على غرار مدير الصناديق، أصول عملائه التي تكون في عهده، ويتقاضى رسوماً مقابل خدمات الحفظ وإدارة المحافظ الاستثمارية.

كما يقوم الوسطاء الماليون بتقديم المشورة للمستثمرين بشأن الأسهم أو السندات أو الصناديق التي يجب عليهم شراؤها. وبالتالي، أصبح التمييز التقليدي بين الاثنين غير واضح وبدأ في الاختفاء. ويمكن أن تكون شركات إدارة الثروات من الشركات المستقلة، لكن بعضها عبارة عن أقسام لكيانات أكبر، مثل مصارف الاستثمار أو البنوك التجارية. يكسب الوسيط المالي أرباحه عن طريق فرض رسوم مقابل مشورته إلى جانب العمولات على المعاملات. وأيضاً، كما هو الحال مع مدراء الصناديق، قد يشرف على أصول العملاء ويتقاضى رسوماً على حفظ الأموال وإدارة المحافظ.

٣-١٠ المنصات

المنصات هي عبارة عن خدمات عبر الإنترنت يستخدمها الوسطاء، مثل المستشارين الماليين المستقلين (IFAs)، لعرض المحافظ الاستثمارية لعملائهم وإدارتها.

توفر المنصات مجموعة من الأدوات التي تسمح للمستشارين برؤية المحفظة الكلية لعملائهم وتحليلها واختيار المنتجات التي تناسبهم. كما أنها تقدّم التسهيلات للاستثمارات المراد شراؤها وبيعها، فهي تقوم عموماً بترتيب الوصاية على أصول العملاء. وتتضمن أمثلة المنصات تلك التي تقدمها كوفاندز Cofunds وهارغريفز لانداون Hargreaves Lansdown.

يشير مصطلح "المنصة" إلى كل من المحافظ الاستثمارية المدارة باحتراف ومجموعة متنوعة من صناديق استثمار. وعلى الرغم من التشابه بينهما، إلا أن مجموعة صناديق الاستثمار تتجه نحو تقديم نطاقات واسعة من الصناديق المشتركة بينما تقدم المحافظ الاستثمارية المدارة منتجات أخرى مثل برامج المعاشات التقاعدية وسندات التأمين. تمكّن حسابات المحافظ الاستثمارية المستشارين من إلقاء نظرة شاملة على الأصول المختلفة التي يمتلكها العميل في مجموعة متنوعة من الحسابات. ويستفيد المستشارون أيضاً من استخدام حسابات المحافظ الاستثمارية لتسهيل إجراءات العمليات الإدارية وتنفيذها آلياً عبر تقنية الإنترنت.

يتيح مقدمو المنصات أيضاً خدماتهم للمستثمرين مباشرةً، وتكسب المنصات دخلها عن طريق فرض رسوم على خدماتهم. تتمثل ميزة المنصات الخاصة بمجموعات إدارة الأموال في قدرة المنصة على توزيع منتجاتها على المستشارين الماليين.

٣-١١ المصارف الخاصة

تقدم المصارف الخاصة مجموعة واسعة من الخدمات لعملائها، بما في ذلك إدارة الأصول وتخطيط التراكات والتخطيط الضريبي والتأمين والإقراض والتسهيلات الائتمانية. وتستهدف خدمات هذه المصارف عادةً العملاء من ذوي الحد الأدنى من الرصيد القابل للاستثمار أو من صافي قيمة الثروة. ويُشار عموماً إلى هؤلاء العملاء باسم "الأفراد من ذوي صافي الأرصدة العالية".

تقدّم المصارف المحليّة وتلك العاملة "في الخارج" بالإنجليزية: ' offshore ' على السواء الخدمات المصرفيّة الخاصّة. ويُقصد بالمصارف في الخارج تلك التي تُقدّم الخدمات المصرفية في بلد ذي تشريعات تختلف عن التشريعات المحلية لموطن العميل. وعادةً ما تكون هذه المصارف في دول ذات نُظم ضريبية أقلّ صرامة. لقد ازدادت المنافسة في قطاع الخدمات المصرفية الخاصّة في السنوات الأخيرة؛ إذ شهد عددُ المصارف الخاصة ارتفاعاً كبيراً. ويتميز سوق الخدمات المصرفيّة بكونه مجزأً نسبياً، حيث يضمّ كثيراً من المصارف الصغيرة والمتوسطة الحجم. ويتضاءل الاختلاف بين المصارف الخاصة ومصارف الأفراد تدريجياً، نظراً لأنّ المصارف الخاصة تخفّض الحدّ الأدنى للاستثمار فيها لتزويد من قدرتها التنافسية في هذه السوق؛ بالمقابل، يسعى الكثير من البنوك الكبرى أيضاً إلى توسيع نطاق خدماتها بهدف جذب العملاء ذوي أصول تتراوح قيمتها بين ١٠٠ ألف ومليون دولار أو فوق ذلك.

٣-١٢ الصناديق السيادية (SWFs)

يُعرّف الصندوق السيادي (SWF) بأنه صندوق استثماري مُعدّ لأغراض خاصة تملكه الدولة، ويحتوي على أصول مالية مثل الأسهم أو السندات أو العقارات أو الأدوات المالية الأخرى. ومن الأمثلة على الصناديق السيادية صندوق التقاعد الحكومي في النرويج وجهاز أبوظبي للاستثمار وصندوق الأصول الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) وهيئة الاستثمار الصينية.

ونورد في ما يلي أبرز خصائصها الرئيسية:

- تحتفظ الصناديق السيادية بالأصول أو تديرها أو تشرف عليها لتحقيق أهدافها الماليّة.
- تُوظّف هذه الصناديق مجموعة من استراتيجيات الاستثمار التي تشمل الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية.
- يتم عموماً تشكيل أصول الصندوق السيادي من فوائض ميزان المدفوعات وعمليات صرف العملات الأجنبية الرسمية، وعوائد الخصخصة، والفوائض المالية لدى الحكومة، والإيرادات الناتجة من عمليات تصدير السلع.

برزت الصناديق السيادية بوصفها واحدة من كبار المستثمرين في الأسواق العالمية في السنوات العشر الأخيرة، إلا أن جذورها ترجع إلى الفوائض المالية التي تراكمت قبل خمسة عقود في ميزانيات البلدان المنتجة للنفط، والفوائض في الميزان التجاري التي أصبحت تتمتع بها دول مثل الصين مؤخراً.

وتتولى الصناديق السيادية إدارة كميات هائلة من المال، ومن المُتوقّع أن تنمو لتتجاوز قيمة أصولها ١٠ تريليون دولار أمريكي في غضون أعوام قليلة.

مقدمة: قطاع الخدمات المالية

وتُعَدُّ هذه الصناديق من أدوات الاستثمار الخاصة، ولديها أهداف استثمارية متنوعة وغير مصرَّح عنها علناً. وينصبُّ تركيزها الأساسي على تحقيق عوائد أكبر بكثير من المتوسط نتيجة الاستثمارات الخارجية. وبفضل حجمها الكبير إلى جانب تنوع استثماراتها العالمية، يتسنى للصناديق السيادية اغتنام أفضل الفرص الاستثمارية على الإطلاق، وإمكانية خفض المخاطر، ومنع حدوث أي تضخم في اقتصاداتها المحلية عن طريق تحويل أموالها إلى الخارج. كذلك تستخدم هذه الصناديق جزءاً من ثروتها كرأس مالٍ احتياطي عند استفاد الموارد الطبيعية في الدول التابعة لها.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن الصناديق السيادية ليست ملكية عامة في عدد من الصناديق السيادية الأكثر ثراءً في العالم.

تشهد الصناديق السيادية أهمية متزايدة في النظامين النقدي والمالي الدوليين، وقد أصبحت تستقطب اهتماماً متزايداً - الأمر الذي أثار قضايا عديدة من أبرزها:

- أعرب عدد من الخبراء في القطاعين العام والخاص عن قلقهم بشأن شفافية الصناديق السيادية، بما في ذلك حجمها واستراتيجياتها الاستثمارية، ومدى تأثر استثماراتها هذه الصناديق بالعوامل السياسية.
- كما أثّرت مخاوف تتعلق بمدى تأثير استثماراتها هذه الصناديق في البلدان المستفيدة، وأدى ذلك إلى الحديث عن تشديد القيود على استثماراتها لحماية اقتصادات هذه البلدان، الأمر الذي يهدّد بعرقلة حرية تدفقات رؤوس الأموال حول العالم.

وفي ضوء هذه المخاوف، تأسس المنتدى العالمي للصناديق السيادية (International Forum of Sovereign Wealth Funds)، الذي نشر مجموعة من ٢٤ مبدأ من المبادئ الاختيارية، عُرفت بـ "المبادئ والممارسات المقبولة عموماً للصناديق السيادية" أو مبادئ سانتياغو. وإنّ من شأن هذا أن يؤدي إلى مزيد من الشفافية، إذ بدأت بلدان عدّة بنشر تقاريرها المالية السنوية والإفصاح عن أصولها الخاضعة للإدارة.

٣-١٣ الهيئات التجارية والمهنية

يتّصف قطاع الاستثمار بالديناميكية وسرعة التغيّر، ويتطلّب التعاون بين الشركات لضمان مراعاة وجهات نظر القطاعات المختلفة، لا سيما لدى الحكومات والهيئات التنظيمية، إلى جانب الحرص على حدوث التطوّرات اللازمة بين الشركات لزيادة كفاءة السوق حيث تعمل تلك الشركات.

وهنا يأتي دور الهيئات التجارية الكثيرة المنتشرة في الأسواق المالية عبر أنحاء العالم. ونذكر من تلك التي تنشط عالمياً على سبيل المثال: جمعية أسواق المال الدولية (International Capital Market Association ICMA) التي تُركّز على التداول الدولي في السندات، والجمعية الدولية لصفقات المبادلة والمشتقات المالية (International Swaps and Derivatives Association ISDA) التي تضع معايير تتبعها الشركات العاملة في المشتقات المالية المتداولة خارج الأسواق المالية الرسمية عند التعامل مع بعضها البعض.

٣-١٤ شركات إدارة استثمارات الغير (Third-Party Administrators TPAs):

تتولّى هذه المنشآت الشؤون الإدارية المتعلقة باستثمارات الشركات الأخرى لصالحها، وتتخصّص في هذا المجال من قطاع الاستثمار فحسب.

وقد ارتفع عدد هذه الشركات، وازداد حجم عملياتها نتيجة الإقبال المتزايد على الإسناد الخارجي (Outsourcing)، وذلك لكي تتمكّن من التركيز على الأعمال التي تقع في صلب نشاطها (مثل إدارة الاستثمارات واختيار الأوراق المالية الأفضل أو توفير التخطيط المالي الملائم) مع إسناد مهمة الأعمال الإدارية لشركة أخرى مختصة تستطيع أن تُنفّذها بكفاءة أكبر.

٤ - قنوات توزيع الاستثمارات

الهدف التعليمي

٣-١-١ معرفة الدور الذي تؤديه قنوات توزيع الاستثمارات: خدمات المشورة المالية المستقلة والمحدودة بمنتجات معينة؛ خدمات التنفيذ فقط؛ المشورة الآلية

١-٤ التخطيط المالي

التخطيط المالي هو خدمة متخصصة متاحة للأفراد، ولأسرهم وشركاتهم، الذين يحتاجون إلى مساعدة موضوعية في تنظيم شؤونهم المالية من أجل تحقيق أهدافهم المالية وتسهيل وصولهم إلى نمط الحياة الذي يسعون إليه.

لا شك أن التخطيط المالي يتصل بالمسائل المالية، ومن ثم فإنه يتعلّق بالأموال والأصول ذات القيمة النقدية. وهذا يتطلب دائماً النظر في القيمة الحالية للأرصدة المصرفية للعميل، وأي قروض واستثمارات وأصول أخرى لديه. من ناحية أخرى، يتعلّق التخطيط المالي أيضاً بالتخطيط، أي تحديد الأهداف والغايات وقياسها كمّاً ونوعاً، ومن ثم وضع خطة لتحقيقها. ولهذه الغاية، لا بدّ من الإلمام بتفاصيل الوضع المالي للعميل حالياً.

ينطوي التخطيط المالي في جوهره على تحقيق الأهداف المالية للعميل ومساعدته في الوصول إلى نمط الحياة الذي يسعى إليه، وليس على تحقيق أهداف المستشار المالي. لذا ينبغي على المستشار المالي التأكد من أن المشورة التي يقدّمها لعميله وثيقة الصلة بالأهداف والغايات المتفق عليها. ويؤدي التخطيط المالي دوراً مهماً في مساعدة الأفراد على الاستفادة من أموالهم إلى أقصى حدّ ممكن. كذلك يمكن عن طريق التخطيط المحكم والدقيق مساعدة الأفراد على تحديد أهدافهم وغاياتهم، واختيار أفضل السبل لتحقيقها في المستقبل باستخدام الموارد المتاحة. ويمكن أن يشمل التخطيط المالي دراسة جميع الجوانب المتعلقة بالوضع المالي للفرد كالتخطيط الضريبي - سواء في أثناء حياته أو عند وفاته - وإدارة الأصول، وإدارة الديون، والتخطيط للتقاعد، وإدارة المخاطر الشخصية - أي حماية الدخل ورأس المال في حالات المرض، وإعالة أفراد الأسرة في حالة الوفاة.

يقدم المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار للراغبين في العمل ضمن مجال التخطيط المالي سلسلة واسعة من المؤهلات والمنتجات ذات الصلة على جميع المستويات. ويمكن الاطلاع على التفاصيل بزيارة الموقع الإلكتروني للمعهد (www.cisi.org).

٢-٤ المستشار المالي

المستشار المالي هو شخص متخصص في تقديم المشورة لعملائه فيما يتعلّق بالمسائل المالية. يختار بعض المستشارين الماليين المنتجات المالية المناسبة للعميل من بين جميع المنتجات المتوافرة في السوق، في حين تقتصر خدمات بعضهم الآخر على الاختيار من مجموعة محدودة من المنتجات.

في العادة، يبدأ المستشار المالي بإجراء استقصاء شامل للوضع المالي للعميل وتفضيلاته وأهدافه؛ ويُشار إلى ذلك أحياناً بمصطلح "تقصّي الحقائق". ويقترح المستشار بعد ذلك الخطوات المناسبة لتحقيق أهداف العميل، وقد ينصحه، إذا لزم الأمر، بالاستثمار في منتج مالي مناسب يلبي احتياجاته.

مقدمة: قطاع الخدمات المالية

تصف الشركات الاستثمارية خدماتها بوضوح إما لتقديم المشورة المستقلة أو المشورة المحدودة. وعلى الشركات التي تروج لخدماتها على أنها مستقلة التأكيد من تقديم توصياتها للعملاء بناءً على تحليل شامل وعادل لجميع المنتجات المتوفرة في السوق، مع مراعاة عدم التحيز عند تقديم المشورة أو حصرها بمجموعة محددة من المنتجات. أما إذا اختارت الشركة تقديم المشورة فيما يتعلق بمجموعة منتجاتها الخاصة فقط - أي مشورة محدودة بمنتجات معينة - فيجب عليها الإشارة إلى ذلك لعملائها بوضوح عند وصف خدماتها.

٣-٤ خدمات التنفيذ فقط

تقوم الشركة بإجراء المعاملات على أساس التنفيذ فقط إذا طلب العميل منها شراء أو بيع منتج استثماري محدد لحسابه من دون أن تشجعه الشركة على إجراء العملية أو تقديم له المشورة عند إجرائها. وفي مثل هذه الحالات، يكون العميل مسؤولاً عن قراره والتأكد من ملاءمة المنتج له.

تتوافر خدمات التنفيذ فقط منذ زمن بعيد. وللتحقق من التزام الشركات بالعمل ضمن إطار التوجيهات الصادرة عن الهيئات التنظيمية، ينبغي عليها الاحتفاظ بأدلة كتابية تثبت أنها:

- لم تقدم المشورة للعميل
- وقد أوضحت له، عند تنفيذ المعاملة، أنها غير مسؤولة عن التأكد من ملاءمة المنتج له.

٤-٤ المشورة المالية الآلية

المشورة المالية الآلية هي تطبيق التكنولوجيا الحديثة على عملية تقديم المشورة المالية، لكن من دون تدخل أي مستشار مالي، حيث يقوم المستثمر المحتمل بإدخال البيانات والمعلومات المالية المتعلقة به، ومن ثم فإن النظام يستخدم الخوارزميات لتقييم المعلومات التي أدخلها وتحديد الاستثمارات التي تلائمها. بعد ذلك يقدم النظام للمستثمر استراتيجية الاستثمار، التي تركز عادةً على صناديق المؤشرات أو الصناديق المتداولة في البورصة (Exchange-Traded Funds ETFs)، ويتيح له تنفيذها بسهولة.

قد تكون المشورة الآلية مؤتمتة بالكامل، أو قد تقتصر على توفير التوجيه والأدوات اللازمة لتمكين المستثمرين من اختيار الحلول التي يرونها مناسبة. ويستخدم هذا المنهج نموذجاً يقوم على المفاضلة بين الأصول والمخاطر، فضلاً عن إنشاء محافظ استثمارية أو صناديق محكومة بالمخاطر لتحقيق أهداف العميل، ومن ثم المراقبة المستمرة للاستراتيجية وتعديلها بما يناسب تلك الأهداف.

ينتشر استخدام المشورة الآلية على نطاق واسع في الولايات المتحدة اليوم، حيث تتوافر عبر مجموعة من كبرى الشركات في القطاع.

٥ - التقدّم التكنولوجي وتطوّرات أخرى

الهدف التعليمي

٤-١-١ معرفة الموضوعات المستجدة الآتية: التقنية المالية (Fintech)؛ الاستثمار القائم على الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات (Environmental Social Governance ESG)

١-٥ التقدّم التكنولوجي

تؤدي التكنولوجيا والطلب على حلول أكثر مراعاةً للبيئة إلى تغيير الطريقة التي يعمل بها قطاع الخدمات المالية.

تسود التكنولوجيا حياتنا اليومية، حيث تغيّر طريقة عيشنا، وعملنا، واختبارنا للعالم. وقد أحدث التقدّم التكنولوجي تغييراً جذرياً في كيفية استخدامنا للإنترنت وتواصلنا، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى حدوث خلل في أعمال الصناعات التقليدية.

تؤثر التكنولوجيا المالية (FinTech) على القطاع المصرفي وقطاع إدارة الأصول التقليديين، وتتطلب بالتالي تطوير خدمات ومنصات رقمية جديدة. وقد أصبح الأفراد من كافة الأجيال الآن يتقنون المجال الرقمي ويريدون الحصول باستمرار على الأدوات والخدمات المتطورة جداً، كما أنّ عملاء شركات الخدمات المالية لا يختلفون عنهم أبداً.

لقد بحثنا سابقاً في كيف أنّ المصارف المتحدّية للسوق، وعمليات الإقراض المباشر بين النظراء، والمشورة الآلية تنافس الطرق التقليدية لتقديم الخدمات المصرفية والاستثمارية. كما يقوم التطوّر التكنولوجي في الاتصالات بتغيير معالم القطاع. ففي وقتنا الحالي، نتواصل عبر استخدام أحدث التطبيقات أو نشترى المنتجات عبر الإنترنت استناداً إلى ما آلت إليه توصيات شركات الخدمات الرقمية بشأن الذكاء الاصطناعي (AI). ويطلب العملاء الحصول على الإمكانيات الرقمية نفسها التي اعتادوا عليها في المنتجات والخدمات الأخرى. على سبيل المثال، انتقلت صناعة إدارة الصناديق في الصين من إدارة ناشئة للأصول إلى إدارة رائدة عالمياً في سنوات قليلة فقط، خاصة في ما يتعلق بكيفية إجراء عمليات الاستثمار في الصناديق. وفي العام ٢٠١٢م، اقتصر الاستثمار في الصناديق عبر الإنترنت على عدد محدود من المستثمرين، ولكن وفقاً لدراسة أجرتها جمعية إدارة الأصول الصينية، يقوم حالياً أكثر من ثلثي المستثمرين باستثمار أموالهم في الصناديق عبر تطبيقات الهاتف المحمول.

٢-٥ الاستثمار المبني على الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات

في عالمنا المعاصر، يبدي كثيرٌ من الأفراد اهتماماً بالبيئة وممارسات الشركات والقضايا الأخلاقية. لهذا السبب، يرغب كثيرون بالاستثمار في مشاريع تعكس القيم التي يؤمنون بها، سواء أكان ذلك يعني تجنب الاستثمار في شركات التبغ والنفط ومثيلاتها، أو دعم الشركات الصديقة للبيئة، أو استخدام صناديقهم للاستثمار في مشاريع تهدف إلى تحقيق آثار اجتماعية وبيئية إيجابية إلى جانب العائد المالي.

في قطاع الاستثمار، غالباً ما يتم استخدام تعابير "الاستثمار الأخلاقي" و"الاستثمار البيئي" و"الاستثمار الأخضر" و"الاستثمار المسؤول" و"الاستثمار المسؤول اجتماعياً" بالسياق نفسه، وبالتالي، يمكن أن تكون مثيرة للالتباس. كثيراً ما تُجمع هذه المصطلحات معاً تحت عنوان الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات والتي تتضمن مجموعة من المناهج التي تشمل قضايا مختلفة؛ وقد يشار إليها أيضاً باسم "الاستثمار المسؤول".

يعكس الاستثمار القائم على الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات (Environmental Social Governance) ESG عموماً المعتقدات الأخلاقية أو الدينية أو الاجتماعية للعمل، ويمكن أن يؤثر إلى حد كبير في اختياره للاستثمارات. وتُصنّف ضمن هذه المجموعة أيضاً الأعداد المتزايدة من الاستثمارات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، التي تراعي قواعد التمويل الإسلامي. لقد شكّلت المناظرات المتزايدة عن القضايا البيئية والاجتماعية اتجاهاً سائداً في السنوات الأخيرة، ويبدو حجم الاهتمام بالتغير البيئي جلياً في قطاع إدارة الأصول.

من ناحية أخرى، تتنامى أهمية الحديث عن التمويل الأخضر (أي المراعي للبيئة وذلك للحدّ من المخاطر البيئية: Green Finance) والتمويل المستدام في قطاع الخدمات المالية. فيشير التمويل المستدام إلى عملية الأخذ بعين الاعتبار العوامل البيئية والاجتماعية عند اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار، ما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات في الأنشطة المستدامة وتلك طويلة الأجل. وبدوره، يهدف التمويل الأخضر إلى تخصيص أموال إضافية لأغراض خدمة أولويات التنمية المستدامة. ويُعدّ التمويل المناخي نوعاً جديداً من أنواع التمويل الأخضر، وهو تمويل يسعى إلى التصدي لتغيّر المناخ بعدة طرق متنوّعة. فعلى الرغم من عدم وجود تعريف واحد له، تصفه منظمة الأمم المتحدة بأنه تدفق للأموال باتجاه جميع الأنشطة أو البرامج أو المشاريع التي تدعم تلك المرتبطة بتغيّر المناخ في جميع أنحاء العالم، سواء كان ذلك بغرض التخفيف من آثاره أو التكيف معه.

تشير الأبحاث إلى أنه بحلول عام ٢٠٢٥ سيكون لدى ٥٠٪ من صناديق الاستثمار تفويض استثماري يلزمها بالاستثمار وفقاً لمبادئ الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات.

أسئلة نهاية الفصل

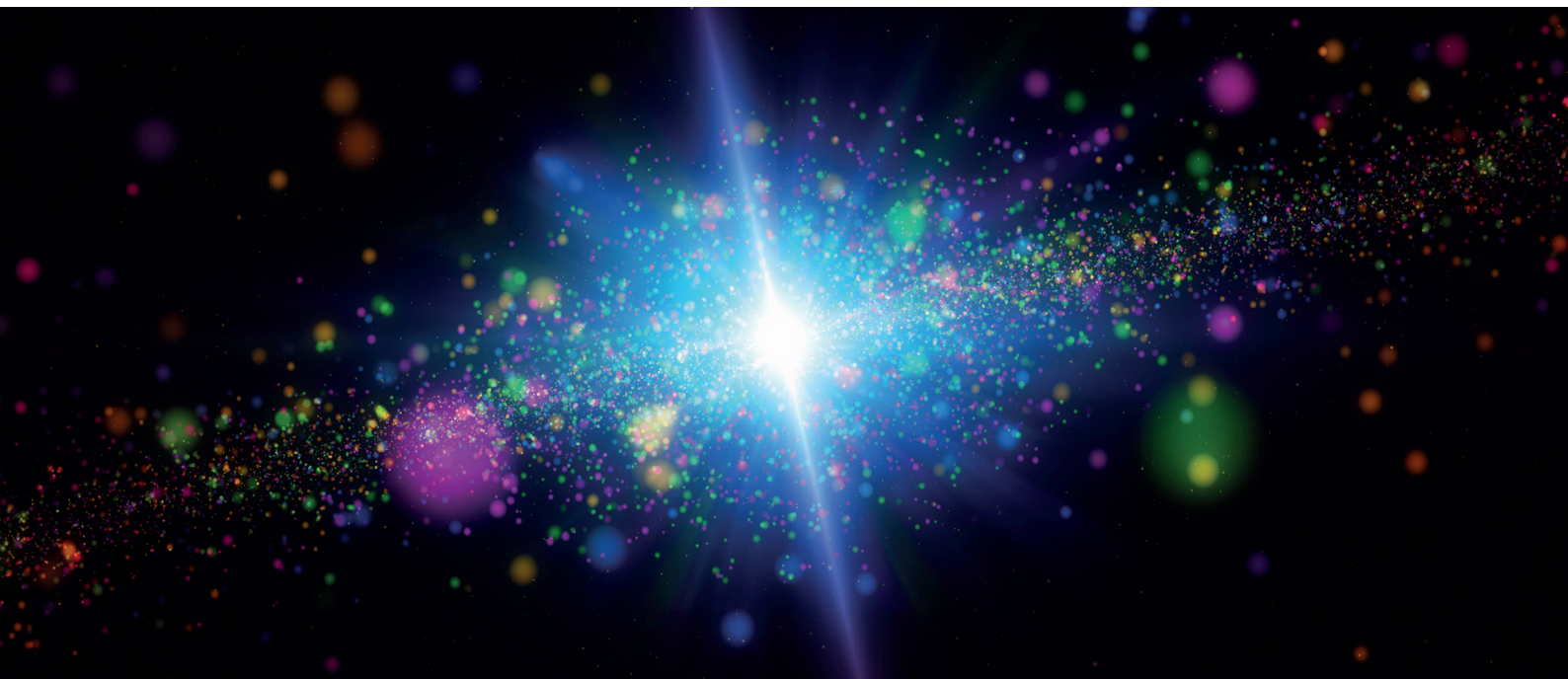
- أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحة الأجوبة بالعودة إلى الفقرة ذي العلاقة:
١. ما الأنواع الرئيسية للخدمات التي تقدمها المصارف الاستثمارية؟
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٣
 ٢. ما الخدمات التي يقدمها أمين الحفظ؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٣
 ٣. ما أوجه الاختلاف بين مؤسسات الادخار المشترك والمصارف ذات الخدمات للأفراد؟
مرجع الإجابة: الفقرتان ٣-٣ و ٤-٣
 ٤. ما المقصود بالتخطيط للحماية من المخاطر، وما السيناريوهات التي قد تتطلب استخدام سياسات الحماية؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٦-٣
 ٥. أين تُصنّف جمعية أسواق المال الدولية (ICMA) والجمعية الدولية لصفقات المبادلة والمشتقات المالية (ISDA) في قطاع الخدمات المالية؟
مرجع الإجابة: الفقرة ١٣-٣
 ٦. ما وظيفة شركة إدارة استثمارات الغير؟
مرجع الإجابة: الفقرة ١٤-٣

الفصل الثاني

البيئة الاقتصادية

١. مقدمة ٢٧
٢. العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ٢٧
٣. المصارف المركزية ٢٩
٤. التضخم ٣٢

يتضمّن هذا الفصل قراءة ٣ أسئلة من أصل ٥٠ سؤالاً من أسئلة الاختبار



١ - مقدمة

يستعرض هذا الفصل البيئة الاقتصادية الشاملة التي يعمل فيها قطاع الخدمات المالية.

نبدأ باستعراض العوامل التي تؤثر في النشاط الاقتصادي في النظم الاقتصادية والسياسية المختلفة، ثم ننقل إلى الحديث عن دور الحكومات والمصارف المركزية في إدارة ذلك النشاط الاقتصادي.

وأخيراً نختم الفصل بشرح لأبرز المؤشرات الاقتصادية على وضع النظام الاقتصادي.

٢ - العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي

الهدف التعليمي

١-١-٢ معرفة العوامل التي تؤثر في مستوى النشاط الاقتصادي في كل من: الاقتصاد المخطط مركزياً واقتصاد السوق (الحز) والاقتصاد المختلط والاقتصاد المفتوح

تتمتع كل دولة بمجموعة من الخصائص، مثل الموارد الطبيعية والقوى العاملة الماهرة، التي يمكن أن تؤثر في قدرتها على تنمية اقتصادها.

وعلى الرغم من عدم تأثر التنمية الاقتصادية بالعوامل الاقتصادية فقط، إلا أن هذه الأخيرة تُعدّ بالغة الأهمية لفهم قدرة أو إمكانية الاقتصاد على التطور. وتبرز عدّة عوامل تؤثر في النمو الاقتصادي، وقد يكون مفيداً تقسيمها إلى عوامل تتعلق بالطلب (مثل إنفاق المستهلكين) وعوامل تتعلق بالعرض (مثل القدرة الإنتاجية). ويؤثر كل من هذه العوامل على الموارد الاقتصادية وفرص النمو المتاحة لكل دولة.

وتُعتبر الأنظمة الاقتصادية الوسيلة التي تحدّد بها الدول كيفية استخدام هذه الموارد لحل مشاكل الإنتاج الأساسية المرتبطة بأسئلة من نوع: ماذا وكم وكيف ولمن ننتج. ومن بين الأنظمة الاقتصادية الرئيسية الاقتصاد المخطط مركزياً، واقتصاد السوق (الحز)، والاقتصاد المختلط، في حين يشير الاقتصاد المفتوح إلى العلاقات الاقتصادية للدولة مع باقي دول العالم. ونفصل أدناه كلّ من هذه الأنواع.

١-٢ الاقتصاد المخطط مركزياً

يُعدّ الاقتصاد المخطط مركزياً بمثابة نظام اقتصادي تحدد من خلاله الدولة المتمثلة في الحكومة نوعية الإنتاج وكيفية توزيعه. ويشار إليه باللغة الإنجليزية بعدّة مصطلحات منها: **planned economy** (الاقتصاد المخطط)، أو **command economy** (الاقتصاد الموجه). ويُعدّ الاتحاد السوفيتي من أبرز الأمثلة للدول التي اتبعت هذا النظام الاقتصادي لفترات طويلة على مدار القرن العشرين.

ويعود السبب في الإشارة إليه أحياناً بمصطلح "الاقتصاد الموجّه" إلى قيام الدولة بتخطيط الإنتاج وتوزيع الموارد مسبقاً بدلاً من السماح لها بالتفاعل مع قوى السوق. ومن ضمن المزايا الأساسية للاقتصاد المخطط مركزياً، خفض معدلات البطالة وتحقيق المساواة، مع استبدال مفهوم تحقيق الربح الخاص بالمصلحة العامة كحافز أساسي للإنتاج. ومع ذلك، توجد استثناءات لتلك القاعدة، إذ يمكن أن ينشأ عن هذا النظام نسب مرتفعة من عدم المساواة، كما شهدنا في دول مثل روسيا وفنزويلا. فقد تؤدي الحاجة إلى التخطيط والرقابة الدقيقة إلى البيروقراطية المفرطة، كما أن إحكام سيطرة الدولة على الاقتصاد يؤدي حتماً إلى الحد من حرية الاختيار للأفراد.

وقد ساهمت هذه العوامل الأخيرة في إصلاح عدّة أنظمة اقتصادية مخطّطة مركزياً، وأدت إلى ظهور نظام اقتصادي أقرب إلى الاقتصاد المختلط (الذي سنتناوله بمزيد من التفصيل في الفقرة ٢-٣).

٢-٢ اقتصاد السوق (الحُر)

يخضع توزيع الموارد في اقتصاد السوق إلى التفاعلات بين قوى العرض والطلب.

وهكذا تقوم الشركات بإنتاج السلع وتوفير الخدمات تلبيةً لمتطلبات المستهلكين. ونتيجة تفاعل القوى بين طلب المستهلكين وعرض الشركات، يظهر ما يُسمّى بسعر السوق، وهو السعر الذي يعكس التوازن بين السعر الذي يرغب المستهلك بدفعه عن طيب خاطر لقاء السلع والخدمات وبين السعر الذي يقبله مزود السلعة أو الخدمة ثمناً لها.

وإذا وجد فائض في المعروض، فتنخفض حينها الأسعار، الأمر الذي يدفع بعض المنتجين إلى الخروج من السوق. أما إذا حدث نقص في المعروض، فترتفع بالتالي الأسعار، ما يجذب منتجين جدداً إلى دخول السوق.

ولا تقتصر الأسواق على السلع والخدمات فحسب، بل توجد أيضاً أسواقاً للأصول الإنتاجية مثل معدّات الإنتاج (كالات) واليد العاملة والنقد. ومن الجدير ذكره أن مستويات الأجور تعكس فعلياً "السعر" في سوق العمالة، بينما يُعدّ سعر الفائدة المؤشر الفعلي على سعر السوق في سوق النقد.

يتنافس الأفراد على الوظائف المختلفة، كما تتنافس الشركات في ما بينها لجذب العملاء. وتؤدي ندرة أحد الموارد كاليد العاملة الماهرة (مثل لاعبي كرة القدم) أو أحد الأصول المالية (مثل سهم إحدى الشركات الناجحة) إلى ارتفاع قيمة تلك الموارد. ونتيجة المنافسة في اقتصاد السوق، تكون أجور لاعبي كرة القدم الأقل مهارة وأسعار أسهم الشركات غير الناجحة أقل بكثير - وقد تؤدي المنافسة في نهاية المطاف إلى انهيار الشركات غير الناجحة وتدفع لاعبي كرة القدم الأقل مهارة إلى البحث عن مهنة أخرى.

٣-٢ الاقتصاد المختلط

يجمع الاقتصاد المختلط بين خصائص اقتصاد السوق وبعض عناصر الاقتصاد المخطط مركزياً، علماً أن الغالبية العظمى من الأسواق الكبيرة الناجحة تعمل بصفاتها أنظمة اقتصادية مختلطة بدرجات متفاوتة.

فمن ناحية، قد يتفق معظمنا على ضرورة ترك الشركات غير الناجحة تواجه مصيرها المحتوم في الفشل والانهيار، لكننا من ناحية أخرى نشعر عموماً بالحاجة إلى توفير نوعٍ من الحماية لفئات المجتمع الأضعف من أجل تخفيف الضغوط التي تفرضها قوى السوق على هذه الفئات.

تُوفّر الحكومة في النظام الاقتصادي المختلط نظام رعاية اجتماعية لدعم العاطلين عن العمل وذوي الاحتياجات الخاصة وكبار السن بما يتناسب مع جوانب الاقتصاد المتأثرة بقوة السوق. كما تتفق الحكومات الأموال لتوفير خدمات الدفاع والتعليم والنقل العام والصحة والأمن.

وتجمع الحكومات التمويل اللازم لتغطية هذه النفقات العامة بواسطة ما يأتي:

- تحصيل الضرائب مباشرة من الشركات ومن العاملين.
- تحصيل الضرائب غير المباشرة (مثل ضريبة المبيعات والضرائب على استهلاك الوقود والسجائر).
- جمع التمويل بواسطة الاقتراض في أسواق المال.

٢-٤ الاقتصاد المفتوح

يُتّصف النظام الاقتصادي المفتوح بانخفاض عدد العوائق القائمة أمام التجارة أو تخفيف الرقابة على الصرف الأجنبي.

وعلى الرغم من أن معظم الحكومات الغربية تضع ضوابط لحماية مواطنيها من دخول العقاقير غير المشروعة وأي أخطار أخرى، إلا أن سياساتها بصفة عامة تسمح (أو تشجع على) التجارة الحرة بدون قيد أو شرط.

وقد تنشأ بين الحين والآخر بعض المشاكل بين الدول إذا اعتقدت إحداها أن دولة أخرى تستغل سياساتها التجارية على نحو غير منصف، ما يدفعها إلى اتخاذ بعض التدابير لمواجهة ذلك، كفرض العقوبات مثلاً. فعلى سبيل المثال، أدى تصاعد التوترات التجارية بين الولايات المتحدة ودول أخرى مؤخراً إلى قيام الولايات المتحدة بفرض رسوم جمركية على وارداتها من تلك الدول من أجل حماية الصناعة المحلية، الأمر الذي أثار حالة من القلق الدولي إزاء نقشي سياسة الحماية الجمركية. فعندما تمنع إحدى الدول دولة أخرى من المتاجرة معها بحرية بغرض حماية سوقها المحلية، يشار إلى هذه الممارسة بمصطلح "الحماية الجمركية" أو "الحمايية".

وقد نشأت منظمة التجارة العالمية (World Trade Organisation) بهدف تشجيع نمو التجارة الحرة بين الأنظمة الاقتصادية المختلفة. ولذلك فإنها تُستدعى أحياناً للتحكيم في النزاعات التي قد تنشأ بين الدول المختلفة. بالإضافة إلى الاتفاقيات التجارية العالمية في إطار منظمة التجارة العالمية، يتوافر عدد من الاتفاقيات التجارية الإقليمية والثنائية التي تتجاوز الالتزامات التي تم التعهد بها في منظمة التجارة العالمية والتي تهدف إلى زيادة التجارة وتعزيز النمو الاقتصادي.

٣- المصارف المركزية

اقتصرت دور الحكومات في ما مضى على إدارة الاقتصاد عبر فرض الضرائب ورسم السياسة النقدية والاقتصادية وتحقيق العدالة في المجتمع عن طريق توفير نظام الرعاية والمعونات الاجتماعية لبعض فئات المجتمع التي تستوفي شروطاً معينة، بينما تفصح المجال للشركات والمنشآت التجارية للتعامل مع العقبات واقتناص الفرص السانحة بحرية نسبياً.

وتستطيع الحكومات أن توظف سياسات مختلفة للحد من تأثير تقلبات الأسعار على النشاط الاقتصادي. وتُعرف هذه التدابير المختلفة على أنها سياسات هادفة إلى تحقيق استقرار الأسعار في السوق، وتُصنّف تحت عنوانين عريضين: السياسة المالية والسياسة النقدية. تتطوي السياسة المالية على إجراء تغييرات في السوق باستخدام الإنفاق الحكومي والنظام الضريبي، بينما تتضمن السياسات النقدية إجراء التغيير عن طريق التحكم في أسعار الفائدة والمعروض النقدي.

وبدلاً من تبني إحدى هذه السياسات دون الأخرى، أصبحت معظم الحكومات الآن تتبّع نهجاً عملياً للتحكم في مستوى النشاط الاقتصادي عن طريق الجمع بين السياسات المالية والنقدية. لكن التحكم بالنشاط الاقتصادي في ظل نظام الاقتصاد المفتوح، أمرٌ صعبٌ للغاية لأن الأسواق المالية- وليست الحكومة والمصرف المركزي- هي التي تملّي السياسة الاقتصادية في عالمنا المعاصر الذي يتجه نحو المزيد من التكامل.

تُطبّق الحكومات سياساتها النقدية عن طريق مصارفها المركزية. وسنتطرق في الفقرات الآتية إلى دور المصارف المركزية في تنفيذ هذه السياسات. وتسترشد المصارف المركزية عند ممارسة نشاطاتها بإرشادات بنك التسويات الدولية الذي تأسس في العام ١٩٣٠ ويضم في عضويته ٦٠ مصرفاً مركزياً تمثل دولاً من مختلف أنحاء العالم وتكوّن معاً نسبة ٩٥٪ تقريباً من إجمالي الناتج المحلي (GDP) العالمي. وتظهر مهمة بنك التسويات الدولية في تقديم العون للمصارف المركزية في سعيها إلى تحقيق الاستقرار النقدي والمالي، إلى جانب دعم التعاون الدولي في تلك المجالات والعمل بمثابة مصرفٍ بالنسبة للمصارف المركزية.

١-٣ دور المصارف المركزية

الهدف التعليمي

٢-١-٢ معرفة وظيفة المصارف المركزية

تعمل المصارف المركزية في داخل النظام المالي لأي دولة من دول العالم، وتكون في العادة مؤسسات حكومية، لكن كثيراً منها يتّجه نحو الاستقلال عن سلطة الحكومات أو أيّ تدخّل سياسي. وتتضمّن مسؤوليات المصرف المركزي عادةً بعض أو كافة ما يأتي:

- العمل بمثابة مؤسسة مصرفية بالنسبة للمصارف، وذلك عن طريق قبول الودائع من المصارف التجارية ومنحها القروض
- العمل بمثابة مؤسسة مصرفية بالنسبة للحكومة
- إدارة الدين الوطني
- وضع القوانين التي تنظّم عمل النظام المصرفي المحلي
- إقراض المصارف في حالات الضرورة القصوى أثناء الأزمات المالية لمنع الانهيار الشامل لهذا النظام
- تحديد سعر الفائدة الرسمي على المدى القصير
- التحكم في المعروض النقدي
- إصدار العملات الورقية والمعدنية
- الاحتفاظ بالاحتياطيات الوطنية من الذهب والعملات الأجنبية
- التأثير في قيمة العملة الوطنية عن طريق أنشطة معينة مثل سياسات التدخّل في أسواق العملات
- توفير برنامج لضمان الودائع في المصارف.

ويُبين الجدول الآتي التفاصيل المتعلقة ببعض المصارف المركزية الرئيسية في العالم:

• يعود تاريخ الاحتياطي الفدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية إلى سنة ١٩١٣. ويتكوّن الاحتياطي الفدرالي (المعروف باسم The Fed) من ١٢ مصرفاً احتياطياً فدرالياً محلياً، يشرف كل منها على أنشطة المصارف الموجودة في إطار حكومته المحلية ويوفّر السيولة لهذه المصارف. • تتحمّل اللجنة الفدرالية للسوق المفتوحة (الفومك FOMC) مسؤولية اتخاذ القرارات الهادفة إلى إنجاز واجبها القانوني في تعزيز استقرار الأسعار وتحقيق النمو الاقتصادي المستدام. • تجتمع اللجنة الفدرالية للسوق المفتوحة كل ستة أسابيع تقريباً بهدف استعراض أحدث البيانات الاقتصادية المتوافرة للحكم على سلامة الاقتصاد وعافيته والنظر في ضرورة إجراء أي تغييرات على سعر الفائدة الفدرالي الذي يتأثر بالمتغيرات الاقتصادية. وقد تعقد اللجنة في حالات نادرة اجتماعاً طارئاً إذا اقتضت الظروف الاقتصادية ذلك. • أنقذ الاحتياطي الفدرالي - بوصفه جهة إقراض يلجأ إليها النظام المالي الأمريكي عند الضرورة القصوى - عدداً من المؤسسات والأسواق المالية الأمريكية من الانهيار أثناء الأزمة المالية، حيث قام بتمويل مجموعات الإنقاذ المالية الحكومية لقطاع صناعة السيارات وجمعيات الرهن العقاري في الولايات المتحدة. واستطاع بذلك الحدّ من انتشار حالة الهلع والحدّ من ارتفاع معدلات المخاطر النظامية في كافة قطاعات النظام المالي.	الاحتياطي الفدرالي (The Fed)
• يقع مقرّ البنك المركزي الأوروبي (ECB) في مدينة فرانكفورت، وقد شرع في تحمّل مسؤولياته بوصفه مصرفاً مركزياً منذ بدء التعامل باليورو في ١ يناير ١٩٩٩. • البنك المركزي الأوروبي مسؤول في المقام الأول عن تحديد السياسة النقدية لمنطقة اليورو كلها، وذلك لتحقيق هدف واحد، يتمثل في المحافظة على استقرار الأسعار داخل المنطقة. ويحافظ البنك على التضخّم في حدود ٢٪ أو ما دون ذلك على المدى المتوسط، كما هو محدّد في مؤشر أسعار المستهلك المتجانس (HICP)، وذلك بواسطة التأثير على تلك العوامل التي قد تؤثر بدورها في مستوى التضخّم مثل سعر صرف اليورو وارتفاع المعروض النقدي. • يُحدّد البنك سياساته النقدية عن طريق رئيسه ومجلس إدارته، ويتكوّن هذا الأخير من محافظي المصارف المركزية الوطنية في منطقة اليورو. • في عام ٢٠١٤، أسند للبنك المركزي الأوروبي دور إشرافي يتمثل في مراقبة الاستقرار المالي للبنوك في دول منطقة اليورو. يعمل هذا البنك بموجب "الآلية الإشرافية الموحدة" (Single Supervisory Mechanism SSM) للإشراف على المصارف، التي تهدف إلى ضمان سلامة النظام المصرفي الأوروبي وصلابته، فضلاً عن تعزيز التكامل والاستقرار المالي في أوروبا. وتُعَدُّ هذه الآلية خطوة مهمة نحو بناء اتحاد مصرفي داخل الاتحاد الأوروبي.	البنك المركزي الأوروبي (ECB)
• أنشئ المصرف المركزي البريطاني - الذي يُطلَق عليه اسم بنك إنجلترا - سنة ١٦٩٤، لكنه لم يحصل على استقلاله التنفيذي في وضع السياسة النقدية للمملكة المتحدة، على غرار معظم الدول المتقدمة الأخرى، إلا في العام ١٩٩٧ عندما تأسست لجنة السياسة النقدية في بنك إنجلترا (Monetary Policy Committee). • يتمحور اهتمام لجنة السياسة النقدية حول الجرس على إبقاء التضخّم ضمن الحدود التي تحددها الحكومة، وذلك عن طريق تحديد "سعر الفائدة الأساسي" وهو سعر فائدة قصير الأجل يُنشَر رسمياً ويُعدّ أداة السياسة النقدية الوحيدة في يد اللجنة. • إنّ بنك إنجلترا - بالإضافة إلى دوره في تحديد سعر الفائدة على المدى القصير - هو إحدى الهيئات التنظيمية في المملكة المتحدة، كما يتولى القيام بكافة المهام التقليدية التي تختص بها المصارف المركزية ما عدا إدارة الدين الوطني وتوفير برنامج لضمان الودائع في المصارف.	بنك إنجلترا (BoE)

• بدأ بنك اليابان العمل بصفته مصرفاً مركزياً لليابان عام ١٨٨٢، ولم يحصل على استقلاله التنفيذي إلا في العام ١٩٩٧، مثل بنك إنجلترا. • يتحمل بنك اليابان مسؤولية تحديد السياسة النقدية لليابان فيصدر الين الياباني ويُدير سعر صرفه، كما يعمل بصفة جهة إقراض تلجأ إليها المصارف اليابانية في حالات الضرورة القصوى.	بنك اليابان (BOJ)
---	-------------------------------------

٤ - التضخم

نستعرض في الفقرات الآتية أثر التضخم. وسوف نبدأ بدراسة آليات سداد ثمن السلع والخدمات وطرق إنشاء الائتمان، قبل أن نتطرق إلى تفاعله مع التضخم.

١-٤ عملية إنشاء الائتمان

الهدف التعليمي

٣-١-٢ معرفة آليات السداد مقابل السلع والخدمات وعملية إنشاء الائتمان

لا نستخدم النقود لشراء معظم حاجياتنا، إذ نرى أنه من الأنسب استخدام إما بطاقات ائتمانية أو الدفع الإلكتروني.

لقد أصبح سهلاً نسبياً (مع مراعاة الوضع الائتماني للمقترض) في أيامنا هذه شراء أي شيء ثم سداد ثمنه لاحقاً باستخدام عدّة وسائل مثل السحب على المكشوف، أو استخدام البطاقات الائتمانية، أو الحصول على قروض. غالباً ما يتم الاقتراض لاستكمال عمليات الشراء الأكبر حجماً، على غرار شراء منزل أو سيارة. ويُشار عموماً إلى عملية شراء السلع والخدمات في الحاضر ودفع ثمنها مستقبلاً بعملية "الشراء عن طريق الائتمان" أو "على الحساب".

ويوفّر النظام المصرفي آلية يمكن عن طريقها إنشاء الائتمان، ما يعني أن بمقدور المصارف زيادة المعروض النقدي الكلي في الاقتصاد.

مثال

بدأ بنك الخير في ممارسة نشاطه بعد حصوله على ترخيص مصرفي يجيز له قبول الودائع ومنح القروض. وبما أنّ المصرف يدرك أنّ المودعين سيقومون بسحب نسبة صغيرة فقط من أموالهم المودعة في حساباته في آنٍ معاً، فإنه يستطيع أن يقرض الأموال المودعة إلى آخرين. وبهذا، يُحقّق بنك الخير أرباحاً بواسطة إقراض الأموال بسعر فائدة أعلى من السعر الذي يدفعه لمودعيه. تُوفّر هذه القروض زيادةً في المعروض النقدي في السوق، وبذلك يطبق المصرف عملية إنشاء الائتمان.

فمن خلال إقراض المال للمقترضين، تستطيع المصارف توفير النقود وضخّها في السوق للشركات والمستهلكين والحكومات. وتتداول هذه الأموال في الاقتصاد وينفقها الأشخاص الذين اقترضوها من المصارف لشراء السلع والخدمات. أما الأشخاص

الذين يتلقون ثمن هذه السلع والخدمات، فيعيدون إيداع الأموال التي كسبوها في حساباتهم الشخصية في المصارف، الأمر الذي يُتيح لهذه الأخيرة استخدامها لتطبيق عملية إنشاء الائتمان مجدداً.

ويُقدَّر حجم الأموال التي يتم تحقيقها عن طريق "إنشاء الائتمان" نسبة ٩٦٪ من الأموال المُتداوَلة في معظم الدول الصناعية، بينما تبلغ نسبة الأوراق النقدية والعملات المعدنية التي تصدرها الحكومة ٤٪ فقط. وفي غياب أي ضوابط على عمليات إنشاء الائتمان، يمكن أن تحدث زيادة سريعة في المعروض النقدي في مقابل توافر سلع قليلة جداً، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم.

ومن هنا يمكننا فهم السياسات النقدية للمصارف المركزية التي تهدف إلى وضع قيود على عمليات الائتمان، الأمر الذي يحافظ على مستوى الائتمان عند حدٍّ معين يضمن عدم ارتفاع نسبة المعروض النقدي إلى درجة ينتج عنها زيادة معدلات التضخم. ويحقق المصرف المركزي ذلك عن طريق إجراء تعديلات على معدلات الفائدة للتأثير في نسبة الطلب على القروض: فعندما ترتفع أسعار الفائدة، يخفُّ الطلب على القروض، بينما يزيد إنفاق الأفراد عندما تنخفض معدلات الفائدة لأنَّ تكلفة الفرص البديلة عند ترك النقود في حساباتهم المصرفية تنخفض، ما يدفع بالأفراد إلى الإنفاق. كما تتراجع تكلفة الاقتراض بغرض الإنفاق، لذا يُقدِّم الأفراد على الإنفاق أكثر أو القيام بعمليات شراء كبيرة.

٤-٢ أثر التضخم

الهدف التعليمي

٤-١-٢ فهم تأثير التضخم/الانكماش في السلوك الاقتصادي

يُقصد بالتضخم الارتفاع المطَّرد في المستوى العام للأسعار. ويرجع ذلك إلى أسباب عديدة منها: الطلب المفرط أو ندرة الموارد واليد العاملة الماهرة أو الزيادة السريعة في الإنفاق الحكومي. تسعى معظم الحكومات الغربية إلى السيطرة على التضخم وإبقائه عند مستوى يتراوح بين ٢ إلى ٣٪ سنوياً مع عدم السماح له بالقفز إلى مستويات عالية جداً (أو منخفضة جداً).

ويمكن لمستوى التضخم المرتفع أن يسبِّب مشاكل عديدة نذكر منها:

- إجبار الشركات على رفع الأسعار تماشياً مع معدلات التضخم.
- انخفاض القيمة الحقيقية لرواتب الموظفين.
- زيادة معاناة أصحاب الدخل الثابت - مثل المتقاعدين - لأن زيادة الأسعار لا تقابلها زيادة في الدخل.
- قد تصبح الصادرات أقل قدرة على المنافسة.
- صعوبة تحديد القيمة المستقبلية لدخل الاستثمارات والمعاشات التقاعدية، ما قد يؤدي إلى الحد من الرغبة في الادِّخار.
- قد تسهم أسعار المنازل والأصول في زيادة التضخم، حيث يصبح أصحاب الأصول أكثر اهتماماً بالاقتراض والإنفاق، مع ما يترتب عليه من ارتفاع للأسعار بصورة غير مستدامة وانهيار للأسواق بعد ذلك.

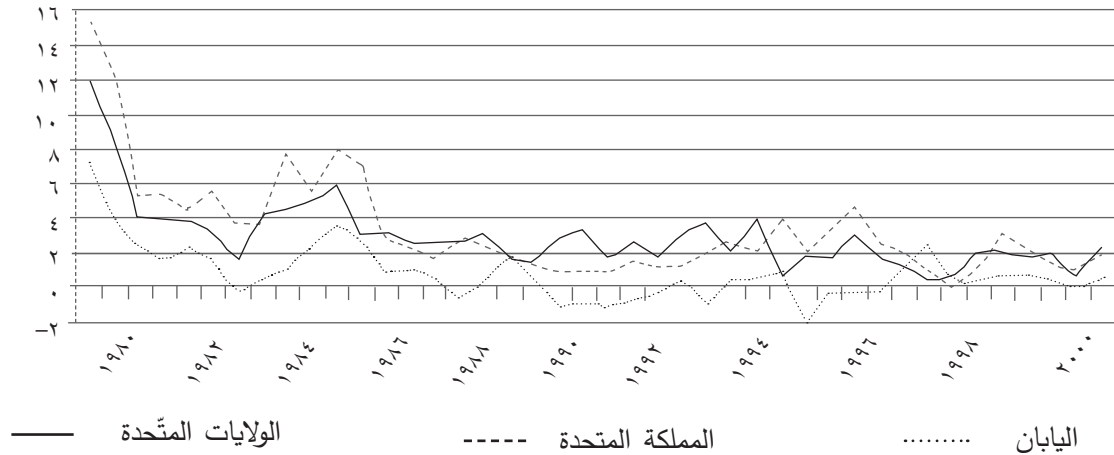
غير أنَّه توجد بعض الجوانب الإيجابية أيضاً لمستويات التضخم المرتفعة، نذكر منها:

- يسهم ارتفاع أسعار العقارات السكنية والأصول في انتشار "شعور إيجابي" عام.
- يستفيد المقترضون من انخفاض القيمة الحقيقية لديونهم - أي بعد تعديل قيمة الدين عند أخذ أثر التضخم بعين الاعتبار.

- كما يؤدي التضخم إلى تدهور القيمة الحقيقية للدين العام، وهذا مفيد للنظام الاقتصادي في أوقات الأزمات.

يظهر الرسم البياني التالي معدلات التضخم للولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة واليابان منذ العام ١٩٨٠ حتى عام ٢٠٠٠، ويسلط الضوء على كيفية تمكّن الحكومات من التحكم في معدلات التضخم وخفضه عن المعدلات المرتفعة التي ألحقت أضراراً بالاقتصاد خلال فترة السبعينيات وأوائل الثمانينيات من القرن الماضي.

التضخم ١٩٨٠ - ٢٠٠٠

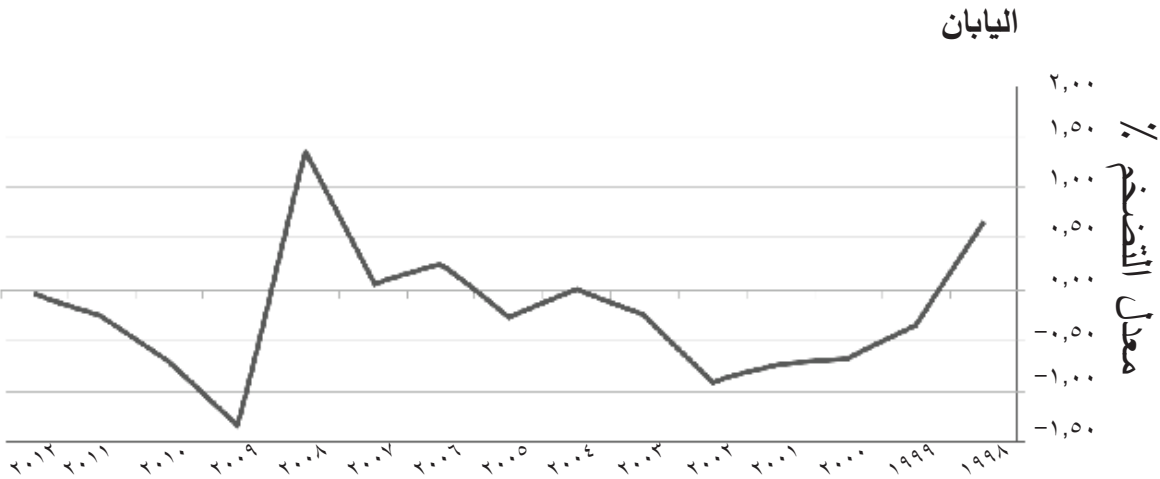


- المصدر: صندوق النقد الدولي

وتستخدم المصارف المركزية أسعار الفائدة للتحكم في التضخم. فتُحدّد هذه المصارف سعر الفائدة على القروض التي تمنحها للمؤسسات المالية، ما يؤثر في أسعار الفائدة على القروض المتوفرة للمُدَّخِرِينَ والمقترضين في آنٍ معاً. ونتيجة ذلك، تؤثر التغيرات في سعر الفائدة الأساسي الذي يضعه المصرف المركزي على إنفاق الشركات وعملائها، وبالتالي فإنه يؤثر في معدل التضخم مع مرور الوقت.

قد تستغرق التغيرات في سعر الفائدة الأساسي على المدى القصير هذا مدةً قد تصل إلى عامين حتى تحقّق تأثيرها الكامل على التضخم، لذا يجب على المصرف المركزي أن يحاول التطلّع إلى المستقبل عند وضع السياسة النقدية المناسبة. فإذا بدا أن التضخم يتجاوز الحد الذي يستهدفه المصرف المركزي، فإنه حينئذٍ يرفع معدلات الفائدة لإبطاء وتيرة الإنفاق والحدّ من التضخم. وبالمثل، إذا رأى المصرف المركزي أن معدلات التضخم تنخفض دون المستوى المُستهدف، فإنه يخفض سعر الفائدة الأساسي لتشجيع الإنفاق وتعزيز مستوى التضخم.

فضلاً عن مواجهة الاقتصاد تضخّماً في الأسعار، قد يعاني الاقتصاد مشاكل ناجمة عن الانكماش. ويُعرّف الانكماش بأنه انخفاض عام في مستويات الأسعار. وعلى الرغم من غياب الانكماش الاقتصادي على مستوى العالم منذ ثلاثينيات القرن العشرين، إلا أنّ عدداً متزايداً من الدول يشهد انكماشاً اقتصادياً، ومن بينها اليابان كما هو موضح في الرسم البياني التالي، ودول منطقة اليورو ومنها اليونان وإلى حد ما إسبانيا.



المصدر: صندوق النقد الدولي

في الوقت الذي قد يبدو لنا أن انخفاض الأسعار أمر إيجابي، إلا أنه من الممكن أن يترتب عن هذا الانكماش تداعيات سلبية على الاقتصاد، مثل معدلات البطالة المرتفعة، وقد ينتقل من وضع سيء (في حالة الانكماش) إلى أسوأ (في حالة الكساد). ويؤدي الانكماش إلى حلقة مفرغة من انخفاض لمستوى الإنفاق والشعور بالتردد في الاقتراض نتيجة تزايد العبء الحقيقي للدين في بيئة تتراجع فيها الأسعار. ويمكن أن يصبح الانكماش حلقة دائمة، إذ يهيئ تراجع الأسعار الظروف لاستمرار هبوط الأسعار، ما يؤدي إلى كساد.

تجدر الإشارة إلى أن انخفاض الأسعار في حد ذاته ليس قوة هدامة، وفي الحقيقة قد يكون مفيداً إذا نتج عن ازدياد المعروض بشكل مفاجئ، مثل ارتفاع نمو الإنتاجية واحتدام المنافسة الناتجين عن عولمة الاقتصاد العالمي وارتفاع مستوى شفافية الأسعار.

٤-٢-١ مقاييس التضخم

الهدف التعليمي

٥-١-٢ معرفة مقاييس التضخم الأكثر شيوعاً

وهناك مؤشرات متنوعة لقياس التضخم، لكن المصطلح الأكثر شيوعاً الذي نصادفه عند الحديث عن مؤشرات التضخم هو **مؤشر سعر المستهلك (CPI Consumer Price Index)**.

تقيس مؤشرات سعر المستهلك التغيرات في الأسعار لتقدير كيفية تغير أسعار السلع والخدمات بمرور الوقت. خلال أي فترة معينة، سترتفع أسعار بعض السلع وسيخفض بعضها، لذا تقدم مقاييس التضخم صورة لما يحدث مع متوسط مستوى الأسعار في الاقتصاد. ففي حالة ارتفاع التضخم، فهذا يعني ضمناً ارتفاع تكلفة السلع والخدمات أيضاً، وبالتالي يمكن شراء وحدة واحدة من عملة تلك الدولة بتكلفة أقل. تجدر الإشارة إلى أن المعدل السنوي للتضخم هو ببساطة النسبة المئوية للتغير في آخر مؤشر مقارنة بالقيمة المسجلة قبل ١٢ شهراً.

وفي كل دولة، تتولى جهة حكومية أو هيئة مستقلة مسؤولية إعداد إحصاءات وطنية تشمل مقاييس التضخم. وعادةً ما يتم إعدادها بواسطة المكاتب الإحصائية الوطنية مثل مكتب إحصاءات العمل في الولايات المتحدة والمكتب الوطني الصيني للإحصاء ومكتب الإحصاء في اليابان ومكتب الإحصاء الوطني في المملكة المتحدة.

يشترى الأشخاص المختلفون أشياء مختلفة ويستخدمون خدمات مختلفة، لذلك تعتمد تقديرات التضخم على السلع والخدمات النموذجية التي تستهلكها الأسرة.

- تتمثل إحدى الطرق المستخدمة بشكل متكرر لحساب التضخم في جمع بيانات الأسعار على "مجموعة تسوق" نموذجية تتألف على سبيل المثال من ٧٠٠ عنصر من شهر لآخر. وتم تطوير مجموعة التسوق لمؤشر أسعار المستهلك عبر جمع معلومات الإنفاق التفصيلية المقدمة من المشتريات الفعلية للعائلات والأفراد.
- يبقى محتوى المجموعة ثابتاً لمدة ١٢ شهراً وتُرفق أوزان مختلفة بالعناصر المتنوعة في المجموعة الواحدة مما يعكس أهميتها في ميزانية الأسرة النموذجية. ويجري بانتظام مراجعة المحتوى والأوزان المرفقة لضمان استمرارية تحديثها.
- لحساب التغيرات في الأسعار، تحدد الهيئة الحكومية سنة أساس للتكلفة الإجمالية "لمجموعة التسوق"، والتي تُحوّل بعد ذلك إلى مؤشر بمقدار ١٠٠.
- يتم على أساس شهري جمع الأسعار مرة أخرى وإعادة حساب تكلفة المجموعة بهدف تعديل رقم المؤشر.

يمثل معدل التضخم الناتج مقياساً لمتوسط التغيرات في الأسعار التي يدفعها المستهلكون. ونظراً إلى أنه يستند إلى عينات، فإنه لن يعكس بالضرورة التغير في الأسعار الذي قد يشهده الفرد إذا كان نمط إنفاقه يختلف عن المتوسط.

ينشر صندوق النقد الدولي بالاشتراك مع المنظمات الدولية الكبرى المعايير الدولية لحساب مؤشر أسعار المستهلك. يُشار إلى أن الإجراءات المستخدمة في الدول المختلفة ليست ثابتة فهي تستمر في التطور والتحسين، لذلك من الضروري إدراك وجود طرق مختلفة لحساب التضخم، وأن المقاييس المختلفة قد تعطي صوراً بديلة لما يحدث في اقتصاد ما.

٣-٤ مقاييس البيانات الاقتصادية

الهدف التعليمي

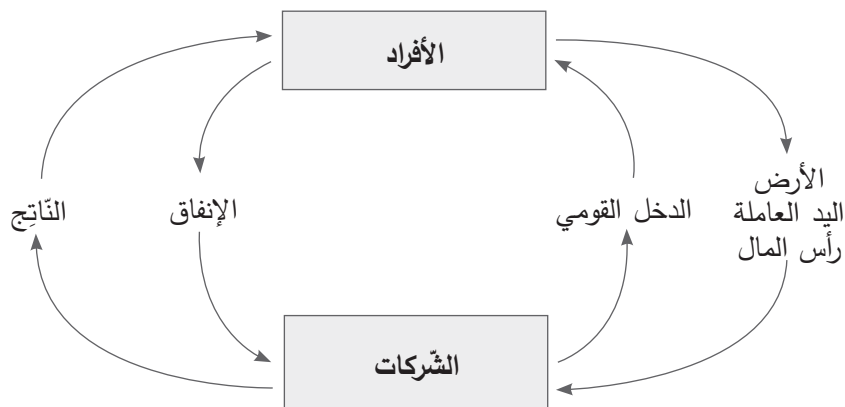
٦-١-٢ فهم أثر البيانات الاقتصادية الآتية: الناتج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Product)؛ ميزان المدفوعات؛ العجز/الفائض في الميزانية؛ نسب البطالة؛ أسعار الصرف

توجد بالإضافة إلى مقاييس التضخم - مثل مؤشر أسعار المستهلك - إحصائيات اقتصادية أخرى تخضع لمراقبة دقيقة من قبل الحكومات والأطراف الأخرى المشاركة في السوق لما لها من أهمية في قياس أداء الاقتصاد.

١-٣-٤ الناتج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Product GDP)

يتكوّن النظام الاقتصادي في أبسط مستوياته من مجموعتين مختلفتين هما: الأفراد، والشركات. يزود الأفراد الشركات بالموارد البشرية الإنتاجية للاقتصاد لقاء أجر أو دخل معيّن. ومن ثمّ يستخدم هؤلاء الأفراد دخلهم لشراء ما تنتجه الشركات التي توظّف هذه الموارد. ونتيجة لذلك، ينشأ ما يسمّى بـ "دورة تدفق الدخل" أو "التدفق الدائري للدخل".

نموذج مبسّط للنظام الاقتصادي



ويمكن قياس هذا النشاط الاقتصادي بإحدى الطرق الثلاث الآتية:

- بواسطة الدخل الكلي المدفوع من قبل الشركات للأفراد

- بواسطة قسمة إجمالي نفقات الأفراد على ناتج الشركات
- بواسطة قيمة الناتج الكلي الذي تحققه الشركات.

ويُعدّ الناتج المحلي الإجمالي المقياس الأكثر استخداماً لمعرفة الناتج المحلي لدولة ما، فهو يقيس النشاط الاقتصادي على أساس الإنفاق. ويتم حسابه عادةً على أساس ربع سنوي (أي كل ثلاثة أشهر) على النحو الآتي:

الناتج المحلي الإجمالي	
إنفاق المستهلك	
إنفاق الحكومة	زائد
الاستثمار	زائد
الصادرات	زائد
الواردات	ناقص
الناتج المحلي الإجمالي	يساوي

النمو الاقتصادي

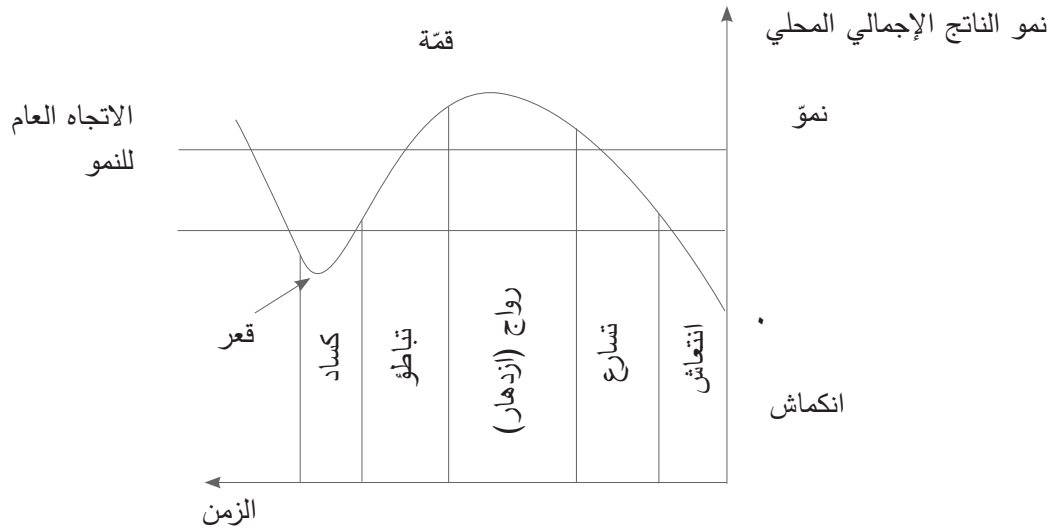
يتأتى النمو الاقتصادي من مصادر عديدة، لكن معدل النمو المستدام (أو الاتجاه العام للنمو) على المدى الطويل يتوقف في نهاية المطاف على العوامل الآتية:

- إنتاجية اليد العاملة ومعدل نموها
- معدل توظيف المدخرات الاقتصادية المحلية ورؤوس الأموال الآتية من الخارج وتوجيهها بفعالية لاستحداث تقنيات جديدة ومبتكرة واستبدال معدات الإنتاج المتقادمة
- مدى الحفاظ على البنية التحتية للنظام الاقتصادي وتطويرها لتلبية الاحتياجات المتنامية في ميادين المواصلات والاتصالات والطاقة.

تنمو القوة العاملة عادةً بمعدل يُقارب ١٪ سنوياً في النظام الاقتصادي الناضج، إلا أنّ معدل النمو في دول مثل الولايات المتحدة - حيث يزداد توظيف اليد العاملة من المهاجرين بصورة مستمرة - وصل إلى معدلات أعلى من ذلك. ويتوقف معدل نمو الإنتاجية على المدى الطويل على عوامل عدة، مثل التعليم والتدريب واستخدام التقنيات الحديثة التي تقلل من الاعتماد على اليد العاملة. علاوةً على ذلك، من الصعب جداً استخلاص عوائد الإنتاجية في الاقتصاد الذي وصل إلى مرحلة ما بعد الثورة الصناعية مقارنةً باقتصاد آخر يتمتع بقاعدة تصنيع ضخمة.

عند أخذ هذه العوامل بعين الاعتبار، بلغ متوسط معدل النمو الاقتصادي المستدام على المدى الطويل في الولايات المتحدة نحو ٣٪. لكن ليس من النادر أن تصل معدلات النمو الاقتصادي إلى ١٠٪ سنوياً في اقتصادات الدول النامية.

وفي ضوء تقلبات النمو الحقيقي وانحرافه عن اتجاه النمو الاقتصادي على المدى القصير، تنشأ الدورة الاقتصادية أو دورة الأعمال.



عندما ينمو الاقتصاد بمعدل يتجاوز معدل اتجاه نموه العام، فإن الناتج الفعلي سيتجاوز الناتج المحتمل (المتوقع)، وغالباً ما تنجم عن ذلك عواقب تضخّمية. أما عندما يتقلص ناتج إحدى الدول - أي يصبح معدل نموها الاقتصادي سالباً على مدى رُبعين متتاليين على الأقل - يُقال إن الاقتصاد يمرُّ بمرحلة كساد أو يدخل في مرحلة انكماش، ما يؤدي إلى انتشار البطالة وحدوث فائض في الطاقة الإنتاجية.

٢-٣-٤ ميزان المدفوعات وأسعار الصرف

يُعدّ ميزان المدفوعات بمثابة سجلّ يلخّص المعاملات المالية كلها القائمة بين دولة ما وباقي دول العالم. فإذا كانت واردات الدولة أكبر من صادراتها، فإنها تعاني من عجز في ميزان المدفوعات. أما إذا كانت الدولة تصدر البضائع أكثر ممّا تستوردها، فيصبح لديها فائض في ميزان المدفوعات.

يتكوّن ميزان المدفوعات من العناصر الرئيسية الآتية: الميزان التجاري، وحساب العمليات الجارية، وحساب رأس المال.

• يتكوّن الميزان التجاري من: ◦ الميزان التجاري الظاهر (السلعي) - الفارق بين قيمة السلع المستوردة والسلع المصدّرة، مثل الفوارق التي تنشأ من تبادل المواد الخام والمبّلع المصنّعة. ◦ الميزان التجاري غير الظاهر (الخدمي) - الفارق بين قيمة الخدمات المستوردة والمصدّرة، وينشأ عن خدمات مثل الخدمات المصرفية والمالية والسياحة. • عندما يعاني بلد ما من عجز في الميزان التجاري في أحد هذين المجالين أو كليهما، فهذا يعني أنه يستورد أكثر ممّا يصدّر. أما إذا حصل لديه فائض في الميزان التجاري، فإنه يصدّر أكثر ممّا يستورد.	الميزان التجاري
• يُستخدم حساب العمليات الجارية لحساب القيمة الكلية للسلع والخدمات التي تتدفّق إلى داخل إحدى البلدان وإلى خارجها. • يتكوّن حساب العمليات الجارية من حسابي الميزان التجاري السلعي والخدمي. • وتُضاف إليهما تدفقات أخرى، مثل توزيعات أرباح الأسهم الناتجة عن الأصول في الخارج والتحويلات المالية من المغتربين العاملين في الخارج.	حساب العمليات الجارية

• يُسجل حساب رأس المال حركة رأس المال الدولية المرتبطة بالاستثمار في الشركات والعقارات والسندات والأسهم. وتشمل هذه المعاملات المرتبطة بملكية الأصول الثابتة وعمليات شراء الأصول الاستثمارية المحلية والأجنبية وبيعها. • تُقسّم هذه عادةً إلى فئات مثل الاستثمار الأجنبي المباشر - كاستحواذ شركة أجنبية مثلاً على مصنع جديد أو شركة قائمة حالياً - والمحافظ الاستثمارية التي تشمل التداول في الأسهم والسندات، إلى جانب استثمارات أخرى تتضمن التداولات في العملات والودائع المصرفية.	حساب رأس المال
---	------------------------------

ولكي يتوازن ميزان المدفوعات، يجب أن يتساوى حساب العمليات الجارية مع حساب رأس المال مُضافاً إليه أو مطروحاً منه عنصر يحدث توازناً - يُستخدم لتصحيح الأخطاء الكثيرة التي تقع عند إعداد ميزان المدفوعات - مُضافاً إليه أو مطروحاً منه أي تغيير في احتياطي النقد الأجنبي لدى المصرف المركزي.

ولا بد أن يغطى أي عجز في الحساب الجاري ناتج عن الاعتماد التام لدولة ما على السلع والخدمات المستوردة من الخارج بصافي تدفق رؤوس الأموال من الخارج، مع الأخذ في الاعتبار أي أخطاء في القياس وأي تدخل للمصرف المركزي في سوق العملات الأجنبية.

يُعدّ تحديد سعر الصرف "المناسب" أمراً حاسماً لمستوى التجارة الدولية التي تقوم بها أي دولة ولقدرتها التنافسية على المستوى الدولي وبالتالي للمركز الاقتصادي لتلك الدولة. وتتضح أهمية ذلك عند النظر إلى ما يحدث عندما يتغير سعر الصرف في بلد ما.

فإذا ارتفعت قيمة عملة البلد، تصبح الصادرات أقلّ قدرة على المنافسة ما لم يخفّض المنتجون أسعار السلع الخاصة بهم والخدمات التي يقدّمونها، كما تصبح الواردات أقلّ تكلفةً، وبالتالي أكثر قدرة على المنافسة في السوق. وستكون النتيجة إما انخفاض الفائض في الميزان التجاري أو ازدياد مستوى العجز فيه.

أما في حال هبوط قيمة العملة مقابل العملات الأخرى، فيحدث عكس ذلك، إذ تُصبح الصادرات أقلّ تكلفةً في الأسواق الأجنبية وبالتالي أكثر قدرة على المنافسة، في حين تُصبح الواردات أكثر تكلفةً وبالتالي أقلّ قدرة على المنافسة. وعندها يزداد الفائض في الميزان التجاري أو يتحسن مستوى العجز فيه.

٤-٣-٣ العجز في الميزانية والدين الوطني

تشكّل إدارة الأموال العامة وظيفةً أساسية من وظائف الحكومات، ومن هنا يُعدّ مستوى ديون القطاع العام - يُشار إليه بمصطلح الدين القومي أو الدين العام في كثير من الأحيان - من أهم المؤشرات الاقتصادية.

يوجد عددٌ كبير من المقاييس المستخدمة بوصفها مؤشرات اقتصادية رئيسية، ما قد يسبّب إرباكاً وحيرة للكثيرين. يُستخدم كل مقياس على حده لقياس مجموعاتٍ مختلفة من البيانات، لكن يمكن تقسيمها عموماً إلى نوعين أساسيين:

- **الدين الوطني** - الديون المترتبة على الحكومة
- **العجز في الميزانية** - الفرق السالب بين نفقات الحكومة وإيراداتها من الضرائب.

كذلك يقاس الدين الوطني عادةً كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي؛ لأن المقارنات عبر الزمن ينبغي أن تأخذ في الاعتبار الآثار الناتجة عن عوامل عدة مثل التضخم. وقد جرت العادة في إجراء هذا الحساب عبر قسمة الدين على الناتج المحلي الإجمالي.

العجز في الميزانية هو الفرق بين نفقات الحكومة وإيراداتها كل عام؛ علماً أن معظم إيرادات الحكومة تأتي من الضرائب. فإذا ازدهر الاقتصاد، قلَّ إنفاق الحكومة غالباً عن دخلها، حيث تجمع إيرادات ضريبية كبيرة من أرباح الشركات ومستويات التوظيف المرتفعة، ما يمكنها من خفض حجم الاقتراض في القطاع العام (أي القطاع الحكومي).

أما إذا تباطأ نمو الاقتصاد، فإنَّ الإنفاق الحكومي يزيد غالباً على إيرادات الضرائب، وتضطر الحكومة عندها إلى الاستدانة عن طريق إصدار سندات حكومية. وما لم تسارع الحكومة إلى إيجاد حلٍّ لخفض مستويات الدين العام والاقتراض المرتفعة ومدفوعات الفائدة الكبيرة الناتجة عنها، فإنها تخاطر بنقويض النمو والاستقرار الاقتصادي، وقد يُؤثّر هذا سلباً في التصنيف الائتماني لسنداتها. وكما ذكرنا سابقاً، يمكن للإفراط في الإنفاق الحكومي، الذي يؤدي إلى تنامي العجز في الميزانية، أن يسبب زيادةً في معدل التضخم.

٤-٣-٤ معدل البطالة

يُعدّ معدل البطالة، أو مقدار الصعوبة في الحصول على وظيفة من قبل الباحثين عن عمل، مؤشراً مهماً على تعافي الاقتصاد. ولا بدّ من وجود نسبة بطالة معيّنة في أي اقتصاد- أي بعض الأفراد في طور البحث عن فرصة عمل جديدة تُناسب تطلّعاتهم، أو العائدين إلى عملهم بعد انقطاع دام لبعض الوقت، أو مهاجرين وافدين حديثاً، أو أشخاص يفتقرون إلى المهارات المناسبة أو يقطنون في مناطق حيث يصعب العثور على وظائف. ويشير خبراء اقتصاديون إلى ذلك على أنه "المعدّل الطبيعي للبطالة".

ويشير وجود معدلات بطالة مرتفعة إلى انخفاض الطلب في الاقتصاد على السلع والخدمات المنتجة التي تباع للمستهلك، وبالتالي انخفاض الطلب على القوة العاملة الضرورية لتوفير هذه السلع والخدمات.

تؤثّر مستويات البطالة المرتفعة تأثيراً سلبياً في الموارد المالية للحكومة. إذ تضطرها إلى تخصيص جزء أكبر من مواردها المالية لدفع مستحقات الضمان/الرعاية الاجتماعية، كما ينخفض دخل الحكومة بسبب انعدام الإيرادات الضريبية من العاملين عن العمل. ويجب توخّي الحذر عند النظر في أرقام البطالة الرسمية لأنّ الاتجاه مؤخراً إلى استخدام عقود العمل بساعات عمل محددة في الاقتصاد الحديث القائم على التوظيف المؤقت القصير الأجل يمكن أن يحدث خللاً في صحة هذه النتائج ويخفي معدلات البطالة الحقيقية التي قد تكون أعلى من ذلك.

أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحة الأجوبة بالعودة إلى الفقرة ذي العلاقة:

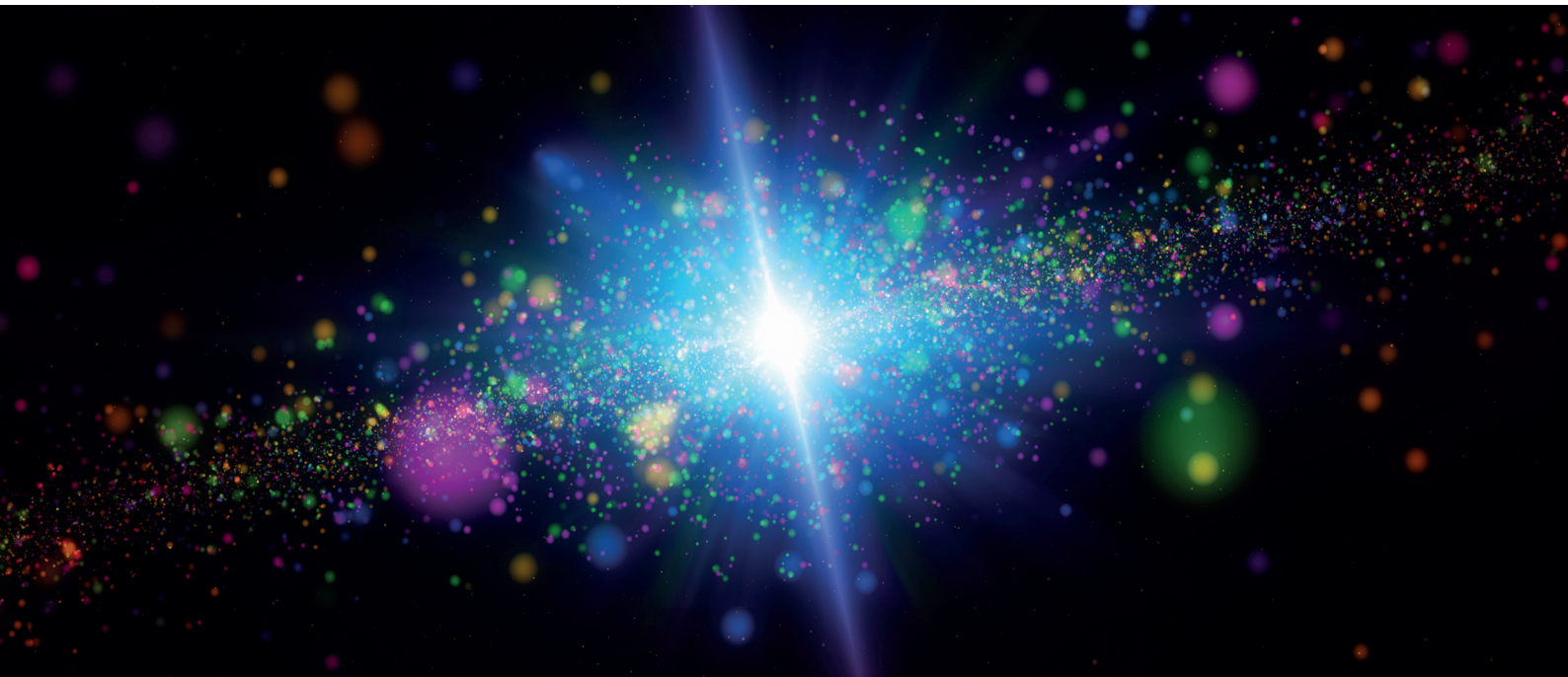
١. ما الفروق الرئيسية بين الاقتصاد المخطط مركزياً واقتصاد السوق؟
مرجع الإجابة: الفقرتان ١-٢ و ٢-٢
٢. ما المنظمة الدولية التي تتولى التخفيف من العوائق القائمة أمام النشاط التجاري بين الدول المختلفة؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٤
٣. ما الوظائف الرئيسية للمصرف المركزي؟
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٣
٤. ما النتائج المترتبة على النمو الخارج عن السيطرة في المعروض النقدي؟
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٤
٥. ما الآثار السلبية للتضخم؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٤
٦. ما المقياس الاقتصادي المستخدم بوصفه مؤشراً للاستدلال على صحة الاقتصاد وعافيته؟
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٣-٤
٧. ما الذي يمثله ميزان المدفوعات؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٣-٤
٨. ما أثر معدلات البطالة المرتفعة على النظام الاقتصادي؟
مرجع الإجابة: الفقرتان ٣-٣-٤ و ٤-٣-٤

الفصل الثالث

الأصول والأسواق المالية

- | | |
|----|-----------------------------------|
| ٤٥ | ١. الودائع النقدية |
| ٤٩ | ٢. أسواق النقد |
| ٥٢ | ٣. العقارات |
| ٥٤ | ٤. سوق العملات الأجنبية (الفوركس) |

يتضمن هذا الفصل قرابة ٦ أسئلة من أصل ٥٠ سؤالاً من أسئلة الاختبار



١ - الودائع النقدية

الأهداف التعليمية

٣-١-١ معرفة خصائص حسابات الودائع لأجل والودائع الجارية، بما في ذلك أوجه الاختلاف بين خصائص حسابات التوفير الإسلامية المختلفة.

٣-١-٢ معرفة مزايا الاستثمار في النقد وعيوبه

٣-١-٣ معرفة أوجه الاختلاف بين العملات المشفرة والعملات الورقية التقليدية

يتضمن هذا الفصل شرحاً للودائع النقدية، وسوق النقد، وسوق العقارات، وسوق العملات الأجنبية. وسنتطرق في الفصول اللاحقة إلى الحديث عن فئات الأصول الأساسية الأخرى، ألا وهي الأسهم والسندات والمشتقات المالية.

تشتمل الودائع النقدية على الحسابات التي تُودع في المصارف أو في مؤسسات الإيداع الأخرى. ويختار كثير من المستثمرين الأفراد والشركات والحكومات والمؤسسات المالية فتح حسابات ودائع نقدية.

تتميز الودائع النقدية بالخصائص الرئيسية الآتية:

- يتكون عائد الوديعة من الدخل المنتظم للفوائد أو نسبة الربح في ما يتعلق بحسابات المصارف الإسلامية.
- يُسترد مبلغ الوديعة المُستثمر (رأس المال) كاملاً في نهاية مدة الاستثمار.
- يتحقق النمو في قيمة المبلغ المُستثمر من خلال إعادة استثمار معدلات الفائدة أو الربح.

تُعرف بعض الحسابات بالودائع الجارية، ويمكن سحب الأموال في أي وقت. وبعض الحسابات الأخرى تكون لفترات محددة تصل إلى عام أو أكثر، بينما يتطلب نوع آخر من الحسابات توجيه إشعار قبل إمكانية سحب الأموال. تجدر الإشارة إلى أن سعر الفائدة المدفوع على الودائع يختلف باختلاف مبلغ الأموال المودعة والوقت الذي يتم فيه إيداع الأموال. فالودائع الكبيرة تعد من المعاملات المنخفضة التكلفة بالنسبة للبنك وعادةً ما تحقق سعر فائدة أفضل. هذا ويختلف سعر الفائدة أيضاً بسبب المنافسة، لأن المؤسسات المالية الوداعية ستتنافس بشدة مع بعضها بعضاً لجذب ودائع جديدة.

ويتفاوت العائد المدفوع على الودائع المختلفة أيضاً، إذ يتوقف على حجم الوديعة والمدة الزمنية التي تبقى فيها مجمدة في المصرف.

- تنظر المصارف إلى الودائع الكبيرة على أنها أكثر جدوى من الناحية الاقتصادية وتعود هذه الودائع على المستثمرين فيها بعائد أفضل.
- تتطلب حسابات الودائع لأجل من المستثمر تجميد الوديعة لمدة زمنية محددة قد تستمر لعام واحد أو عامين أو حتى ثلاثة أعوام، أو الاتفاق على مهلة إخطار محددة (مثل ٣٠ يوماً أو ٦٠ يوماً أو ٩٠ يوماً) قبل سحب الوديعة. وفي مقابل تجميد أموال المودعين لمدة زمنية معينة، يطالب هؤلاء بعائد أعلى مقارنةً بما تُقدمه الحسابات الجارية التي يمكنهم السحب منها فوراً.

- تحقّق حسابات الودائع الجارية عادةً العائد الأقل بين حسابات الودائع المتوافرة بأنواعها المختلفة.
- تحقّق الحسابات الجارية الأمريكية عائداً أقل حتى، وقد لا تحقّق أحياناً أيّ عائد على الإطلاق.

وقد عانت أسعار الفائدة المستحقة الدفع مؤخراً، نتيجةً للسياسة النقدية التي شهدت انخفاضاً ملحوظاً في المعدلات الأساسية في عدد كبير من الدول قد يصل إلى صفر. مما أدى إلى انخفاض الأسعار المعروضة من البنوك ومؤسسات الادخار الأخرى لتصل إلى أدنى مستوياتها التاريخية، وفي بعض الحالات، قد تصل إلى معدلات فائدة سلبية. فبعض البنوك لا تدفع أي فائدة للشركات الكبيرة والبعض الآخر يأخذ في الاعتبار فرض رسوم على الشركات الكبيرة مقابل الاحتفاظ بنقودها نظراً لعدم تحقيقها أرباح كافية بعد التكاليف التي تتكبدها لتقديم عائد على هذه الأموال المحفوظة.

تخضع الفائدة التي يتلقاها الأفراد على الودائع عموماً لضريبة الدخل. وفي كثير من البلدان تُقتطع الضريبة من المصدر، أي تُخصم من الطرف المُودع لديه قبل قيامه بسداد الفائدة إلى صاحب الوديعة. ويُعرف سعر الفائدة الذي تعلن عنه الجهة التي تقدّم خدمات الإيداع، قبل خصم الضرائب، باسم سعر الفائدة الإجمالي بينما يشار إلى سعر الفائدة بعد خصم الضريبة بمصطلح سعر الفائدة الصافي.

تختلف حسابات التوفير الإسلامية في المنهج الذي تتبعه. تُعرف المبادئ الأخلاقية التي يعيش العديد من المسلمين حياتهم وفقاً لها باسم الشريعة، لذلك قد ترى وصف الخدمات المالية الإسلامية على أنها "تمويل إسلامي" أو "مطابقة لأحكام الشريعة".

أحد العناصر الأساسية في التمويل الإسلامي تتمثل في تجنب دفع الفوائد أو الحصول عليها، وعند الاقتضاء، ينبغي مشاركة المخاطر. وذلك يؤثر على طريقة عمل حسابات التوفير. إذا أودع مستثمر أموالاً في حساب توفير مطابق لأحكام الشريعة الإسلامية، فإن البنك سيستثمر أمواله متقدياً أي استثمار لا يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية. والفرق الرئيسي هو أنه لن يحقق أي فائدة. وبدلاً من ذلك، سيدفع البنك حصة من أرباح الاستثمار.

عادةً ما يعلن هذا النوع من الحسابات التي تعمل بهذا المنهج عن معدل ربح متوقّع ونسبة العائد التي يتوقع البنك دفعها؛ ولكن، يعتبر هذا المعدل غير مضمون ويعتمد على الأرباح التي يحققها البنك. لذا من الضروري إدراك أن معدل الربح المُعلن عنه غير مضمون، ولكن من غير المعتاد الحصول على أقل من المعدل المُعلن. في حال انخفاض معدل الربح، يتصل البنك عادةً بالمودع ليسأل عما إذا كان يريد الاستمرار في معدل الربح المنخفض الجديد أو سحب ودائعه والأرباح التي جمعها حتى تاريخه بالسعر الأصلي.

الحسابات المصرفية الإسلامية متاحة لأي شخص، بالإضافة إلى أن المبادئ الأخلاقية المتبعة ستجذب الكثير من غير المسلمين أيضاً.

١-١ المزايا والعيوب

للاستثمار في النقد مزايا عدة، نذكر منها:

- تُعدّ خاصية السيولة من أهم الأسباب الرئيسية للاحتفاظ بالمال على هيئة ودائع نقدية. ويُقصد بالسيولة سهولة وسرعة تحويل الاستثمار إلى نقد لتلبية احتياجات الإنفاق، إذ يحتاج معظم المستثمرين أحياناً إلى النقد بدون سابق إنذار، ولذلك عليهم التخطيط للاحتفاظ بجزء من أموالهم على هيئة ودائع نقدية لتلبية الاحتياجات الضرورية والطارئة قبل التفكير في استثمارات أقل سيولة.

- أما السبب الرئيسي الآخر للإقدام على الاستثمارات النقدية فهو أنها وسيلةٌ للإدخار بالإضافة إلى الفوائد المصرفية التي يمكن تحصيلها من هذه الاستثمارات.
- تُضاف إلى ذلك ميزة الأمان النسبي الذي تؤمنه الاستثمارات النقدية، فهي ليست عرضةً لتقلبات السوق، كما هي حال فئات الأصول الأخرى.

لكن للاستثمار النقدي بعض العيوب الخطيرة أيضاً، من أهمها:

- تتفاوت **الجدارة الائتمانية** بين المصارف ومؤسسات الادخار المختلفة، لذا لا بد للمستثمر من أخذ مخاطر تخلفها عن السداد بعين الاعتبار.
- يؤدي التضخم إلى تناقص القيمة الحقيقية للعائد على الودائع النقدية، وغالباً ما يكون صافي العائد بعد الضريبة سالباً.
- تتفاوت أسعار الفائدة، ما يؤدي إلى تباين عوائد الودائع النقدية أيضاً.
- خلال الفترات التي تشهد أسعار فائدة منخفضة عالمياً، قد تؤدي الرسوم المفروضة على الصناديق أو الحسابات في سوق النقد إلى عوائد سلبية أو ثابتة.

على الرغم من أنّ المصارف ومؤسسات الادخار جهاتٌ مُرخّص لها وتخضع للتنظيم والرقابة، إلا أنّ هذه المؤسسات معرضةٌ للانحيار، كما رأينا في أعقاب الأزمة المالية في العام ٢٠٠٨. لذا تقوم الحكومات عادةً بتوفير الحماية للودائع بواسطة صندوق تعويضاتٍ تضمنه الحكومة. ففي حال انهيار المصرف أو مؤسسة الادخار، يمدّد هذا الصندوق الأموال المودعة التي خسرها المودعون حتّى حدٍ معيّن عادةً. ويُحدّد مقدار المبلغ عموماً بحيث يمثّل حمايةً مناسبة لمعظم صغار المودعين الأفراد، لكنّه لا يفيّد كثيراً أصحاب الودائع الضخمة.

وفي حال إيداع النقد في الخارج، يجب على المودعين مراعاة الآتي:

- تكاليف تحويل العملات ومخاطر التقلبات المحتملة لأسعار الصرف، لا سيما إذا اختلفت عملة الوديعة عن العملة الرسمية في بلد المستثمر.
- الجدارة الائتمانية للنظام المصرفي وللمؤسسة التي تستلم الودائع، وما إذا كان هناك صندوق ضمان للودائع تضمنه الحكومة أم لا، وما إذا كان الصندوق يشمل الأفراد من غير المقيمين في ذلك البلد. ومن الجدير ذكره أن مثل هذا الصندوق لا يتوافر في دول العالم كلها، وتقع مسؤولية التحقق من وجوده على عاتق المستثمر أو مستشاره المالي.
- الضرائب المفروضة على الفوائد المستحقة على الوديعة.
- ما إذا كانت الوديعة ستخضع لأي من القيود المفروضة على حركة العملات، التي قد تُقيّد إمكانية وصول المستثمر إلى الوديعة واستردادها في نهاية المطاف.

١-٢ العملات المشفرة

سنستعرض في هذا القسم العملات المشفرة وكيفية اختلافها عن العملات التقليدية.

العملات المشفرة هي نوع من العملات الرقمية أو الأصول التي يمكن تداولها وتخزينها ونقلها إلكترونياً. لا يوجد تعريف واحد للعملات المشفرة، ولكن يشير أحد تعريفات الهيئات التنظيمية الأوروبية إلى أنها عملة افتراضية يتم تقديمها عبر سجل رقمي، ولا يتم إصدارها من قبل بنك مركزي أو مؤسسة مماثلة، كما إنها ليست عملة منشأة بشكل قانوني والتي يمكن استخدامها في بعض الحالات كبديل للمال. وقد تكون عملة البيتكوين Bitcoin هي الأكثر شهرة، وتعتمد البيتكوين Bitcoin على استخدام تقنية منصة (البلوك تشين) blockchain لبناء شبكة لامركزية ليس لها سلطة مركزية موثوقة وأي فرد يمكنه المشاركة في هذه المنصة.

ووفقاً للجهات التنظيمية، تتوافر ثلاثة أنواع رئيسية من الأصول المشفرة:

- رمز عملات الصرف مثل البيتكوين والعملات المشفرة الأخرى.
- رمز الأوراق المالية التي لها مزايا مشابهة للاستثمارات العامة مثل حقوق ملكية الأصول أو استحقاق حصة من الأرباح المستقبلية أو سداد مبلغ معين من المال أو قابلية التداول.
- رمز ذات منفعة يتيح إمكانية الحصول على خدمات ومنتجات.

إلقاء نظرة على العملة الورقية، نحتاج أولاً إلى الإطلاع على أصل النقود. على مدار العصور، تم استخدام العديد من الأشياء المختلفة كنقود، مثل الذهب والفضة. وفي القرن السادس عشر، بدأ صاغة الذهب في تخزين العملات الذهبية للعملاء وإصدارها بإيصالات يمكن تحويلها مرة أخرى إلى ذهب عند الطلب. وبمرور الوقت، بدأ الناس في استخدام هذه الإيصالات لتسديد المدفوعات بدلاً من العودة إلى الصائغ لسحب ذهبهم وذلك عند الحاجة إلى إجراء صفقة ما. ونتيجة لذلك، أصبحت هذه الإيصالات شكلاً من أشكال المال بحد ذاتها ومهدت الطريق أمام الأوراق النقدية المستخدمة اليوم. وحتى عام ١٩٣١، كان من الممكن استبدال الأوراق النقدية عند الطلب بالكمية المعادلة لها من الذهب. ولكن، منذ ذلك الحين، أصبحت الأوراق النقدية شكلاً من أشكال "النقود الورقية" - وهي أموال لم تعد قابلة للتحويل إلى ذهب أو أي أصول أخرى. لذا، فإن النقود الورقية ليس لها قيمة جوهرية ولكنها مقبولة لأن الأطراف المشاركة في التبادل تتفق على قيمتها ولأن الحكومات قد أقرتها كعملة قانونية.

بحسب النظرية الاقتصادية، تخدم النقود ثلاث وظائف:

- مخزن للقيمة
- وسيلة تبادل يتم بواسطتها تسديد الدفعات
- وحدة حساب يتم من خلالها قياس قيمة أي عنصر معين معروض للبيع

والوفاء بهذه المصطلحات الاقتصادية لا يعني بالضرورة أن الأصول ستعتبر بمثابة أموال لأغراض قانونية أو تنظيمية. وفيما يمكن استخدام العملات المشفرة كوسيلة للتبادل، إلا أنها لا تعتبر حالياً عملة أو نقوداً، وذلك وفقاً لوزراء المالية ومحافظي البنوك المركزية في مجموعة العشرين (FMCBGs). إذ يرون أنها متقلبة للغاية ولا تصلح لأن تكون مخزناً جيداً للقيمة، وأنها غير مقبولة على نطاق واسع كوسيلة للتبادل، وأنها لا تستخدم كوحدة حساب. وبدلاً من ذلك، فإنها تعتبر استثماراً قائماً على المضاربة.

٢ - أسواق النقد

الأهداف التعليمية

- ١-٢-٣ معرفة الفرق بين أداة سوق المال وأداة سوق النقد
- ٢-٢-٣ معرفة تعريف وخصائص كلٍّ من التالي: أذون الخزانة؛ الأوراق التجارية؛ شهادات الإيداع؛ صناديق أسواق النقد
- ٣-٢-٣ معرفة مزايا الاستثمار في أدوات سوق النقد وعيوبه

تُعدّ أسواق النقد بمثابة أسواق توفّر خدمات للشركات الاستثمارية أو أسواق مؤسسية للنقد، وتتميّز بإصدار الأوراق المالية القصيرة الأجل القابلة للتداول ومن ثم تداولها واستردادها. وقد تتمتع هذه الأوراق المالية بتاريخ استحقاق يصل إلى سنة واحدة، إلا أن مدّة ثلاثة أشهر أو أقل هي الأكثر اعتياداً.

بالمقابل، توفّر أسواق المال التمويل للشركات على المدى الطويل، وذلك إمّا عن طريق الاستثمار في السندات أو الأسهم.

ونظراً لكون أسواق النقد قصيرة الأجل، تصدر معظم الأدوات المالية في هذه السوق بخصم على قيمتها الاسميّة لتوفير المصاريف الإداريّة المرتبطة بالتسجيل وفساد الفوائد. وبالرغم من توافر فرص الاستثمار غير المباشرة في هذه الأدوات للمستثمرين الأفراد عن طريق صناديق الاستثمار الجماعي (المشترك)، غالباً ما يكون الحد الأدنى للاستثمار المباشر في أدوات سوق النقد مرتفعة نسبياً، الأمر الذي يجعلها أكثر ملاءمة للمؤسسات الاستثمارية.

وفيما يلي مجموعة من الأمثلة على الفئات الرئيسية لأدوات الاستثمار في سوق النقد:

• أذون الخزانة (Treasury Bills) - تصدر أسبوعياً عن الحكومات أو جهات أخرى بالنيابة عنها، وتستخدم الأموال المُحصّلة لتلبية احتياجات الحكومة للاقتراض على المدى القصير. • تُعدّ أذون الخزانة من الأدوات التي لا تُسدّد عليها أي فوائد، ولذا يُشار إليها في بعض الأحيان على أنها أدوات استثمارية صفرية أو "سندات بدون فوائد". وسيتم شرح هذا النوع من السندات في الفصل الخامس بالتفصيل. • عوضاً عن سداد الفوائد على أذون الخزانة، تصدر هذه الأذون بخصم على قيمتها الاسميّة - أي بسعر يقلّ عن ١٠٠ دولار إذا كانت القيمة الاسميّة ١٠٠ دولار مثلاً - وتستحقّ بعد ثلاثة أشهر في معظم الأوقات. فعلى سبيل المثال: قد يصدر أحد أذون الخزانة بقيمة ٩٩٨ دولاراً يُستحقّ بعد ثلاثة أشهر بقيمة ١,٠٠٠ دولار. فيكون العائد الاستثماري هو الفارق بين مبلغ ٩٩٨ دولاراً الذي سدّده المستثمر ومبلغ ١,٠٠٠ دولار الذي يستردّه عند تاريخ الاستحقاق.	أذون الخزانة
---	----------------------------

• شهادات الإيداع (Certificates of deposit CDs) - تُصدرها المصارف لقاء المبالغ المالية المُودعة لديها: يمكن أن تتخيلها على أنها حسابات ودائع قابلة للتداول، أي يمكن بيعها وشراؤها تماماً كما تباع الأسهم وتُشتري. على سبيل المثال: يمكن أن يُصدر أحد المصارف شهادة إيداع تُمثل وديعة قيمتها مليون دولار أمريكي من أحد عملائه، على أن تكون قابلة للاسترداد في غضون ستة أشهر. وقد تتصّ شهادة الإيداع على التزام المصرف بسداد مليون دولار بالإضافة إلى فائدة بنسبة ٢,٥٪ مثلاً. فإذا رغب العميل في استرداد المبلغ قبل انقضاء ستة أشهر، يمكنه بيع شهادة الإيداع إلى مستثمر آخر في سوق النقد. حتى أواخر ستينيات القرن العشرين، ساد نوعٌ من الجمود في السوق بين البنوك، إذ لم يكن ممكناً تداول الودائع قبل حلول تاريخ استحقاقها. ولحلّ هذه المشكلة، استُحدثت شهادات الإيداع التي يمكن تداولها في أحد الأسواق الثانوية. ومن المتعارف عليه في السوق أن شهادات الإيداع هي أوراق مالية قصيرة الأجل وقابلة للتداول، وقد يصل أجل استحقاقها إلى خمس سنوات، على الرغم من أن معظمها يصدر بأجل استحقاق تقلّ عن ستة أشهر. وقد يكون سعر الفائدة عليها ثابتاً أو متغيراً، علماً بأن بعضها يصدر أيضاً بخصمٍ ومن دون فائدة.	شهادات الإيداع
• الورقة التجارية (Commercial paper CP) - تُعدّ الورقة التجارية بمثابة المقابل التجاري لأذون الخزنة، حيث تصدر عن الشركات الكبرى بغرض الوفاء بالتزاماتها من الاقتراض القصير الأجل. ويُتفق مسبقاً مع المصارف على قدرة الشركة على إصدار الأوراق التجارية. على سبيل المثال: قد تتفق الشركة مع المصرف الذي تتعامل معه على برنامج إصدار بقيمة ١٠ ملايين دولار من الأوراق التجارية. وبذلك يصبح بإمكانها إصدار نماذج متعدّدة من الأوراق التجارية بأجل استحقاق مختلفة (شهر واحد و ٣ أشهر و ٦ أشهر مثلاً)، ورُبما بعملات مختلفة أيضاً. وتُعدّ الورقة التجارية، على غرار أذون الخزنة، سند صفري (بدون فائدة) وتصدر بخصمٍ على قيمتها الاسميّة.	الورقة التجارية

لا تحتفظ الجهة المُصدرة للأدوات المالية في أسواق النقد بسجل للملكية لأنها كلها أدوات مالية لحاملها، فامتلاك الشهادة هو بمثابة سند الملكية، على الرغم من أن هذه الشهادات تُجمّد في الواقع مركزياً في خزائن مراكز الإيداع والحفظ المركزيّ للأوراق المالية أو الوكالات المماثلة.

تتمّ تسوية التداولات في سوق النقد عموماً عن طريق النظام الإلكتروني نفسه المُستخدم لتسوية التداولات في الأسهم والسندات، وتجرى تسويتها عادةً في يوم التداول نفسه أو بحلول يوم العمل التالي.

وكما ذكرنا سابقاً، يُعدّ سوق النقد سوقاً عالي الاحترافية، وتستخدمه المصارف والشركات لإدارة احتياجاتها من السيولة، ولا يمكن الوصول إليه بسهولة من قبل المستثمرين الأفراد، إذ يجب على هؤلاء استخدام إما حسابات سوق النقد التي تقيّمها المصارف أو صناديق سوق النقد.

ولعلّ من الأفضل أن يُشار إلى الحساب في سوق النقد على أنه حساب إيداع في سوق النقد، لأنّه بالفعل حساب إيداع يتطلب وجود حدٍّ أدنى للرصيد في الحساب ومهلة إخطار معينة قبل سحب النقود. ونظراً لأنّه يأخذ صيغة الحساب المصرفي، يستفيد المودعون عموماً من وجود شبكة أمان تماثل صناديق ضمان الودائع في المصارف.

وفي المقابل، يُعدّ صندوق سوق النقد فعلياً صندوقاً مشتركاً في سوق النقد، أي صندوق استثمار جماعي يجمع أموال المستثمرين معاً لاستثمارها في أدوات دين قصيرة الأجل، مثل أذون الخزانة والأوراق التجارية. وتتوافر مجموعة متنوعة من صناديق سوق النقد، وتتفوّق هذه الصناديق على حسابات الاستثمار في سوق النقد بميزتين رئيسيتين. أولاً: جمع أموال المستثمر مع أموال المستثمرين الآخرين، الأمر الذي يمكن المستثمر من الوصول إلى مجموعة من الأصول التي لم تكن لتتوافر له في غياب الصندوق. وثانياً: تميل عوائد صناديق سوق النقد إلى أن تكون أعظم من عوائد حساب سوق النقد البسيط الذي يقدّمه المصرف، ويرجع ذلك في الأساس إلى حقيقة أنّ المستثمر يتحمّل مخاطر أكبر، ذلك أنّ هذه الصناديق لا تحميها صناديق ضمان الودائع.

المزايا والعيوب

توفّر الودائع النقدية طريقةً منخفضة المخاطر لتحقيق دخلٍ أو عائد على رأس المال مع المحافظة على القيمة الاسميّة للمبالغ المستثمرة. كما أنها تؤدي دوراً مهماً حين يسود في السوق مناخٌ من التقلب وعدم الاستقرار. لكنها ليست مناسبة سوى للاستثمار على المدى القصير؛ فلطالما سجّلت أداءً ضعيفاً مقارنةً بمعظم فئات الأصول الأخرى على المدى المتوسط والطويل. وعلاوةً على ذلك، نادراً ما يكون العائد على الودائع النقدية موجباً على المدى الطويل بعد أخذ تأثيرات التضخم والضرائب بعين الاعتبار.

لذا يمكن أن تُستخدم استثمارات سوق النقد عوضاً عن ذلك للقيام بعددٍ من الوظائف المختلفة في محفظة العمل، ومنها:

- تُعدّ بمثابة ملاذٍ آمن للأرصدة النقدية على المدى القصير
- تُعدّ بمثابة بديلٍ للسندات والأسهم (لا سيما في أوقات عدم الاستقرار في السوق).

وكما رأينا سابقاً، يمكن استخدام حسابات الودائع في أسواق النقد على أنها ملاذٌ مؤقت للأرصدة النقدية غير المستثمرة بدلاً من استخدام حسابات الودائع التقليدية للأفراد. وبالنسبة للمستثمرين الأفراد، يمكن لهذه الحسابات في بعض الأوقات تحقيق عوائد أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها من الودائع العادية، وتتوافر في معظم المصارف التي تقدّم خدمات مصرفية للأفراد.

يكن عيب حسابات الودائع النقدية في حقيقة أنّ تحقيق عوائد مرتفعة أمرٌ غير ممكن عادةً إلا بواسطة استثمار مبالغ ضخمة نسبياً من النقود. وكبديلٍ عن ذلك، يمكن لصناديق الاستثمار في سوق النقد تحقيق عوائد أكبر بفضل الطبيعة المُجمّعة لأداة الاستثمار الجماعية هذه، التي يمكنها أن توفّر للمستثمر أسعار فائدة أفضل مقارنةً بالودائع الأصغر حجماً.

تتوفر مجموعة واسعة من صناديق سوق النقد التي يمكن أن تقدم بعض المزايا فيما يتعلق بحسابات سوق النقد المطلقة. وتتمثل إحدى هذه المزايا في إمكانية جمع صناديق الاستثمار بالاشتراك مع مستثمرين آخرين مما يتيح للمستثمر إمكانية الوصول إلى الأصول التي لن يتمكن من الاستثمار فيها بدون وجود تلك الميزة. وتعتبر قيمة عوائد صناديق سوق النقد أعلى مقارنة بحسابات سوق المال البسيطة التي يقدمها المصرف.

ويعني إيداع الأموال في حساب سوق النقد أن المستثمر معرض لمخاطر ذلك المصرف. وفي المقابل، يستثمر صندوق سوق النقد في مجموعة من الأدوات المالية الصادرة عن جهات متعددة، وما دامت هذه الأدوات مصنفة على أساس تقييم AAA، فإنها توفر مستويات أمان عالية. ويُشار إلى أن تصنيف AAA هو أعلى تصنيف تمنحه وكالات التصنيف الائتمانية.

كما توفر أسواق النقد ملاذاً آمناً يمكن اللجوء إليه في حالات انهيار الأسواق. فعندما تمرُّ الأسواق بمرحلة انتعاش (bull period) طويلة الأجل وتبدأ الآفاق الاقتصادية بالتدهور، قد يرغبُ المستثمر في تحصيل الأرباح في قمة دورة السوق واستثمار الأموال التي حققها في أسواق النقد ريثما تبرز فرص استثمار أفضل.

ويمكن استخدام التعليل المنطقي نفسه حين لا يرغب المستثمر في استثمار مبالغ نقدية جديدة عندما تبلغ دورة السوق قمتها. بفضل طبيعة أدوات الاستثمار في أسواق النقد، فإنها تُقدِّم استثماراً بديلاً يحدّ من إمكانية التعرُّض لمخاطر السوق الجسيمة.

يُخصَّص جزء من محفظة العميل الاستثمارية العادية للاستثمارات النقدية. ولذلك من الممكن أن تُمثِّل استثمارات سوق النقد أداة مناسبة للاحتفاظ بهذا الجزء من الأصول، علماً بأنها في حالة منافسة مع حسابات الودائع الأخرى القصيرة الأجل. تجدر الإشارة إلى أن صناديق سوق النقد قد تستثمر في أدوات مالية يتعرض فيها رأس المال للمخاطر، وعليه قد لا تكون مناسبة للكثير من المستثمرين. فضلاً عن ذلك، قد تستثمر صناديق سوق المال في أصول مقومة بعملات أخرى وبالتالي تتطوي على مخاطر تتعلق بأسعار الصرف.

وهكذا نستنتج أن صناديق سوق النقد يمكن أن تؤدي دوراً رئيسياً في محفظة الاستثمار. لكن لا بدّ من الإشارة إلى أنها تتطوي رغم ذلك على بعض المخاطر، وأنّ درجة هذه المخاطر تختلف باختلاف نوع أداة الاستثمار. ولما كانت أدوات سوق النقد قصيرة الأجل بطبيعتها، فإنّ ذلك يوفر نوعاً من الحماية، لكن أسعار الفائدة على المدى القصير كثيرة التقلب، ما يعني أن المستثمر يواجه بعض مخاطر تقلب الأسعار.

٣- العقارات

الأهداف التعليمية

١-٣-٣ معرفة خصائص الاستثمار العقاري: العقارات التجارية والسكنية؛ الاستثمار المباشر وغير المباشر

٢-٣-٣ معرفة مزايا الاستثمار في العقارات وعيوبه المحتملة

تتَّصف العقارات بخصائص فريدة من نوعها مقارنةً بأنواع الأصول الأخرى:

- يُعدّ كل عقار فريداً من نوعه من حيث موقعه وهيكل بنائه وتصميمه.
- يخضع تقييم العقارات للأحكام الشخصية نظراً لعدم وجود سوقٍ مركزي لتداول العقارات، كما لا تتوافر باستمرار بيانات يمكن الوثوق بها حول حركة الأسعار في هذه السوق.
- تخضع العقارات لاعتباراتٍ قانونية معقّدة وتترتب عليها تكاليف مرتفعة عند إجراء معاملات نقل الملكية.
- ليس من السهل تسهيل العقارات نسبياً، وذلك لعدم توافر إمكانية تداولها فوراً.
- كما تُعدّ العقارات أصولاً لا يمكن تسيلها من ناحية أخرى: لا يستطيع المستثمر عموماً بيع أجزاء فقط من العقار، بل يتعيّن عليه بيعه كاملاً أو عدم بيع أي جزء منه على الإطلاق. فمن غير الممكن بيع جزء فقط من أحد المعامل (وإن كان هذا ممكناً، فإنه لا يُعدّ استثماراً جذاباً)، كما لا يُمكن لمالك منزل أن يبيع غرفة نوم إضافية في منزله إذا احتاج لبعض النقود.
- صعوبة تنويع الاستثمار نظراً لضرورة شراء العقارات في وحدات متكاملة كبيرة الحجم.

• تُعدّ الأراضي الصالحة للبناء من الموارد المحدودة، فضلاً عن احتمال تشديد القيود على إمكانية توافرها بموجب التشريعات ولوائح التخطيط العقاري المحلية، لذا غالباً ما يتقلب السعر متأثراً بالتغيرات التي تطرأ على مستويات الطلب.

لا يمكن سوى لكبار المستثمرين، ومعظمهم من المؤسسات أو المستثمرين الأثرياء، شراء عقارات بما فيه الكفاية لإنشاء محافظ استثمارية متنوعة. وعادةً ما يتجنب هؤلاء شراء العقارات السكنية (على الرغم من أن البعض استطاع تنويع محفظته بالاستثمار في محافظ ضخمة من العقارات السكنية)، ويركزون عوضاً عن ذلك على العقارات التجارية، كالمحلات، والمكاتب التجارية، والعقارات الصناعية، والأراضي الزراعية.

ونستعرض في الجدول الآتي بعضاً من الاختلافات الرئيسية بين العقارات التجارية والسكنية:

العقارات التجارية	العقارات السكنية	
ضخامة حجم الاستثمار المطلوب تجعل الاستثمار المباشر في العقارات التجارية حكراً على شركات العقارات التجارية والمؤسسات الاستثمارية	مجموعة متنوعة من فرص الاستثمار، بما في ذلك شراء منزل ثانٍ أو منزل لقضاء العطلات أو شراء العقارات السكنية لتأجيرها	الاستثمار المباشر
عقود طويلة الأجل لمدة زمنية تزيد على عشر سنوات عموماً	عقود إيجار قصيرة الأجل وقابلة للتجديد عادةً	عقود الإيجار
عادةً ما يكون المستأجر مسؤولاً عن صيانة العقار	صاحب العقار مسؤول عن صيانته	الصيانة
يشكل مردود الإيجار عنصراً مهماً من عائد الدخل	ترتبط ارتباطاً وثيقاً بارتفاع أسعار المنازل	العوائد

وقد استطاعت العقارات، بصفتها فئة من فئات الأصول، أن توفر في بعض الأوقات عوائد حقيقية إيجابية على المدى الطويل بالتزامن مع مخاطر منخفضة ودفق مضمون من الدخل المنتظم. كما يمكن أن يوفر الاستثمار في العقارات مزايا أخرى من حيث تنويع الاستثمار، وذلك بفضل ضعف ارتباطها بفئات الأصول التقليدية والبديلة في آنٍ معاً.

ويختار كثير من المستثمرين الأفراد الدخول في سوق الاستثمار العقاري عن طريق شراء المنازل بهدف تأجيرها أو ببساطة عبر شراء منزل ثانٍ. بينما يلجأ مستثمرون آخرون ممن يرغبون في إضافة الاستثمارات العقارية ضمن محفظة استثمارية متنوعة إلى الاستثمار بصورة غير مباشرة عموماً، وذلك بالاشتراك في صندوق استثمار مشترك، أو الاستثمار في السندات العقارية التي تصدرها شركات التأمين، أو شراء أسهم في الشركات العقارية المدرجة في الأسواق المالية. تجدر الإشارة إلى أن الاستثمار في صندوق استثمار مشترك لا يضمن للمستثمر دائماً تحقيق الأرباح بسرعة إثر بيع أصوله. ففي العام ٢٠٠٨، انخفضت أسعار العقارات في السوق عامةً، وعندما بدأ المستثمرون ببيع العقارات لتحصيل ديونهم، فرضت صناديق الاستثمار العقاري تدابير لوقف البيع الجماعي وعلقت في بعض الحالات عمليات البيع هذه لمدة ١٢ شهراً. وقد تكرر المشهد نفسه في الأعوام ٢٠١٦ و ٢٠١٨ و ٢٠١٩ حين فرضت الصناديق تأجيل سداد الديون نظراً لتهافت المستثمرين على استرداد ديونهم.

لكن العقارات قد تكون عرضةً لأزمات الكساد الاقتصادي الطويل الأجل، وبسبب عدم إمكانية تسيلها وارتفاع تكاليف الصيانة والمعاملات الخاصة بنقل الملكية، بالإضافة إلى مخاطر عدم إقبال المستأجرين على العقارات التجارية (وبالتالي فقدان الدخل الناتج عن الإيجار)، تُعدّ العقارات التجارية وحدها استثماراً ناجحاً على المدى الطويل للمؤسسات الاستثمارية مثل صناديق التقاعد. لكنّ توافر وسائل الاستثمار غير المباشر يجعل من العقارات أصولاً أيسر منالاً لأولئك الذين يديرون محافظ استثمارية متنوعة أصغر حجماً.

٤ - سوق العملات الأجنبية (الفوركس)

الأهداف التعليمية

- ٣-٤-١ معرفة الهيكل الأساسي لسوق العملات الأجنبية، بما في ذلك: تسعير العملات؛ التسوية؛ المعاملات الفورية والآجلة؛ عقود مبادلة العملات القصيرة الأجل.
- ٣-٤-٢ التمكن من حساب سعر الصرف الآجل باستخدام معادلة تعادل سعر الفائدة.

يشير سوق العملات الأجنبية (الفوركس) إلى تداول عملة مقابل أخرى. وتُعدّ هذه السوق الأكبر على الإطلاق بين الأسواق المالية في العالم.

كانت العملات قديماً مدعومةً بالذهب (حيث كانت للنقد "قيمة حقيقية"). وقد حال ذلك دون انخفاض قيمة العملة وحدوث التضخم، لكن غطاء الذهب هذا استُبدل في أعقاب الحرب العالمية الثانية بموجب اتفاقية بريتون وودز التي تهدف إلى منع المضاربة في أسواق العملات عن طريق تثبيت أسعار العملات كافة مقابل الدولار الأمريكي ومنح المصارف المركزية للدول المشاركة ميزة تبديل موجوداتها من الدولارات بالذهب على أساس سعر ثابت حُدّد عند ٣٥ دولاراً أمريكياً للأونصة الواحدة. وبموجب هذا النظام، بات محظوراً على الدول خفض قيمة عملاتها بنسبة تتجاوز ١٠٪، وهو إجراء كانت تلجأ إليه بعض الدول سعياً لتحسين مكانتها التجارية.

لكنّ نمو التجارة الدولية وتزايد الضغوط لتحريك رؤوس الأموال أخلاً في نهاية الأمر بينود الاتفاقية، ما أدّى إلى بطلانها بحلول سبعينيات القرن العشرين حين سُمح بتداول عملات مقابل سائر العملات الأخرى، الأمر الذي ساعد على استحداث أدوات مالية جديدة وأتاح الفرصة للمضاربة في أسواق الصرف الأجنبي.

وبذلك غدا التداول في العملات متاحاً على مدار ٢٤ ساعة، حيث يتم في مناطق زمنية مختلفة تمتد من أفريقيا إلى آسيا وأوروبا وأمريكا. وتحتل لندن موقعاً استراتيجياً متميزاً لوقوعها في منتصف المسافة بين المناطق الزمنية الآسيوية والأمريكية، ممّا مكنها من أن تصبح الأضخم على الإطلاق بين أسواق الفوركس في العالم. ومن المراكز الكبرى الأخرى نذكر: الولايات المتحدة الأمريكية وسنغافورة وهونغ كونغ واليابان.

يحصل تداول العملات الأجنبية دوماً على هيئة أزواج- أي أزواج عملات- حيث تُشترى إحدى العملتين وتُباع الأخرى بسعر مُحدّد يُدعى سعر الصرف. وعند تحديد سعر صرف العملة، يُختَصَر اسمها إلى مرجعٍ من ثلاثة حروف، فيُرمز للجنيه الإسترليني على سبيل المثال بالرمز GBP (جي بيه بي).

٤-١ أسعار العملات

عند تحديد أسعار العملات، يشار إلى العملة الأولى بالعملية الأساس بينما تدعى الثانية بالعملية المقابلة أو العملة المُسَعَّرة. وتساوي العملة الأساس دائماً وحدة واحدة من تلك العملة، أو بتعبير آخر، جنيتهاً واحداً أو دولاراً واحداً أو يورو واحداً. فعلى سبيل المثال، قد يُسعر اليورو مقابل الدولار الأمريكي (EUR:USD) على النحو الآتي ١:١,٢٥٠/٦٠/١ بمعنى أن كل يورو يعادل ١,١٢٥ دولار أمريكي. وعندما يرتفع سعر الصرف، فهذا يعني أن قيمة العملة الأساس ترتفع أمام العملة المقابلة، ويُقال في هذه الحالة عادةً إن قوة العملة ازدادت أو تعزّزت. أما إذا حدث العكس، فيُقال إن قوة العملة قد ضعفت.

وفي ما يأتي أزواج العملات الأكثر تداولاً على الإطلاق:

- الدولار الأمريكي والين الياباني (USD/JPY).
- اليورو والدولار الأمريكي (EUR/USD).
- الدولار الأمريكي والفرنك السويسري (USD/CHF).
- الجنيه البريطاني والدولار الأمريكي (GBP/USD).
- اليورو والجنيه الإسترليني (EUR/GBP).

وعند تسعير أزواج العملات، يحدد صانع السوق أو تاجر الفوركس سعرين: سعر العرض وسعر الطلب. وبالعودة إلى مثال سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي أعلاه حيث ١:١,٢٥٠/٦٠/١، نجد أن اليورو غير مذكور في سعر الصرف، لأن من المتعارف عليه أن العملة الأساس تساوي وحدة واحدة دوماً. فإذا رغبت بشراء ١٠٠,٠٠٠ يورو، ستحتاج إلى دفع مبلغ يساوي الرقم الأعلى بين السعرين أي ١١٢,٦٠٠ دولار أمريكي؛ أما إذا كنت ترغب في بيع ١٠٠,٠٠٠ يورو، فإنك تحصل على السعر الأدنى بينهما، أي ١١٢,٥٠٠ دولار أمريكي.

يُعدّ سوق العملات الأجنبية بمثابة سوق غير رسمي أو سوق يتداول فيه الوسطاء والتجار مباشرةً مع بعضهم البعض. ومن أبرز المشاركين في هذه السوق المصارف الدولية الكبرى التي توفر أسعار العرض (الشراء) والطلب (البيع) بصورة مستمرة. كما تُعدّ المصارف المركزية أيضاً من أبرز المشاركين في أسواق الصرف الأجنبي، حيث تستخدمها للتحكم بالمعروض النقدي ومعدلات التضخم وأسعار الفائدة.

٤-٢ معاملات سوق العملات الأجنبية (الفوركس)

وهناك أنواع مختلفة من المعاملات التي تحصل في سوق العملات الأجنبية، ومن أبرزها:

- **المعاملات الفورية:** سعر الصرف الفوري هو السعر الذي يعرضه أحد المصارف لصرف عملة مقابل أخرى على الفور. لكن تجدر الإشارة إلى أن التداولات الفورية تُسوّى في كثير من الحالات خلال يومي عمل من تاريخ المعاملة المالية الأساسي. ويُقصد بالتسوية هنا انتقال العملات فعلياً من يد لأخرى ووصولها إلى الحسابات المصرفية الخاصة بطرفي عملية التبادل (T+2).
- **المعاملات الآجلة:** بموجب هذه المعاملات، لا تنتقل الأموال فعلياً من يد لأخرى أو من طرفٍ لآخر حتى حلول تاريخ مستقبلي متفق عليه. ويتفق البائع والشاري على سعر صرف معين في موعدٍ محدد في المستقبل لقاء مبلغ ثابت. ثم تحصل التسوية في ذلك التاريخ وفقاً للسعر المتفق عليه بغض النظر عن السعر في السوق في ذلك الحين. وقد تتراوح مدة المعاملة الآجلة بين بضعة أيام أو عدة أشهر أو حتى سنوات.

- **العقود المستقبلية:** تُعدّ العقود المستقبلية على العملات الأجنبية بمثابة نسخة معيارية من العقود الآجلة التي يتم تداولها في أسواق المشتقات المالية بأحجام مُحددة وتواريخ استحقاق معينة. وعادةً ما يكون متوسط أجل العقد ثلاثة أشهر تقريباً.
- **عقود المبادلة:** عقود مبادلة العملات أحد الأنواع الشائعة من العقود الآجلة، حيث يتفق الطرفان على تبادل العملات لمدة زمنية محددة، وعلى تبديل المعاملة في تاريخ لاحق. وليست هذه العقود قابلة للتداول في البورصات، بل هي عقود يتم التفاوض عليها بصورة فردية بين الأطراف المعنية. وتُصنّف ضمن فئة المشتقات المُتداولة خارج أسواق الأسهم الرسمية، كما سنرى معاً في الفصل السادس.

وتتم غالباً تسوية المعاملات من خلال مصرف سي أل أس بنك (CLS Bank) أو النظام المصرفي الدولي في جميع أنحاء العالم. فإن سي أل أس بنك، مصرف متخصص، والذي تم إنشاؤه في العام ٢٠٠٢، ويملكه العديد من أكبر المؤسسات المالية في العالم ويُستخدم لتسوية معاملات الفوركس بين المصارف الأعضاء باستخدام نظام يسمى "الدفع مقابل الدفع"، حيث تدخل المصارف الأعضاء تعليماتها بشأن عمليات البيع والشراء المتعلقة بمعاملات الفوركس، ويتم تبادل العملات عند تطابق هذه الأوامر وامتلاك الأموال اللازمة لإجراء هذه التداولات. كما يمكن للمشاركين في تداولات الفوركس تسويتها مباشرة، حيث تملك المصارف حسابات لدى بعضها البعض وفي فروعها في الخارج والشركات التابعة لها التي تتم من خلالها عمليات التسوية.

٣-٤ أسعار الصرف الآجلة

يُعدّ عقد الصرف الآجل اتفاقاً مبرماً بين طرفين لشراء عملة أجنبية أو بيعها بسعر صرف ثابت على أن تتم التسوية في تاريخ آجل. فإن سعر الصرف الآجل هو سعر الصرف المحدد في الوقت الحاضر، على الرغم من أن تسوية عملية التبادل بين الطرفين لن تتم قبل تاريخ مستقبلي محدد متفق عليه، كثلاثة أشهر من الآن مثلاً.

وتُحسب العلاقة بين سعر الصرف الفوري (لحظة إبرام العقد) وسعر الصرف الآجل لعمليتين عن طريق حساب الفارق بين سعر الفائدة الاسمي لكل منهما أثناء المدة المحددة (يُمثل السعر الاسمي ببساطة سعر الصرف المعلن عنه). وتُعدّ هذه العلاقة علاقة حسابية رياضية بحتة، ولا صلة لها بتوقعات السوق، إذ تنعكس هذه الأخيرة في السعر الفوري.

مثال

لحساب سعر الصرف الآجل للجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي GBP:USD في غضون ثلاثة أشهر من الآن، فإننا بحاجة إلى معرفة السعر الفوري الحالي وأسعار الفائدة لمدة الأشهر الثلاثة القادمة في كل من المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية:

- سعر الصرف الفوري للجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي: ١,٢٥.
- سعر الفائدة المعروف بين البنوك (الليبور) لمدة ثلاثة أشهر في المملكة المتحدة: ٠,٥٠٪، وفي الولايات المتحدة الأمريكية: ١٪. وبما أنّ أسعار الفائدة هذه مدرجة على أساس سنوي، فنحن بحاجة إلى تعديلها على أساس ربعي (ثلاثة أشهر). وبغرض تبسيط المفهوم، سنفترض أن معدل الثلاثة أشهر هو ربع ذلك (عند التطبيق، يتم حساب ذلك باستخدام عدد أيام هذه الفترة).
- سعر الفائدة في مدة ثلاثة أشهر في المملكة المتحدة: $0,50\% \div 4 = 0,125\%$.
- سعر الفائدة في مدة ثلاثة أشهر في الولايات المتحدة الأمريكية: $1,00\% \div 4 = 0,25\%$.

- نقوم بعدها بتحويل السعرين إلى أرقام عشرية للتمكن من استخدامهما في العملية الحسابية، مثلاً ٠,٠٠٢٥ و ٠,٠٠١٢٥.

ومن ثم يمكننا حساب سعر الصرف الآجل باستخدام معادلة تعادل سعر الفائدة:

$$\left(\frac{1 + \text{سعر العملة المسعرة على المدى القصير}}{1 + \text{سعر العملة الأساس على المدى القصير}} \right) \times \text{السعر الفوري} = \text{السعر الآجل}$$

وبالتعويض، نحصل على السعر الآجل لمدة ثلاثة أشهر كما يأتي:

$$\text{السعر الآجل} = 1,25 \times \left(\frac{0,0025 + 1}{0,00125 + 1} \right) = 1,2516$$

وحيث أن أسعار الفائدة في الولايات المتحدة في هذا المثال أعلى من سعر الفائدة في المملكة المتحدة، يكون السعر الآجل أعلى. ولو كان سعر الفائدة أقل، لكان السعر الآجل أدنى.

يكن المنطق وراء نظرية تعادل أسعار الفائدة، بعبارات بسيطة، في أنه يُفترض بسعر الصرف الآجل أن يجعل المستثمرين على الحياد تجاه أسعار الفائدة المتاحة على الودائع المصرفية في الدول المعنية. يمكن ملاحظة ذلك من خلال شرح المثال أعلاه بالتفصيل:

- إذا أراد المستثمر شراء ١٢٥,٠٠٠ دولار، فسيحتاج إلى تسليم ١٠٠,٠٠٠ جنيه إسترليني.
- يجب أن ينشأ عن السعر الآجل في نهاية فترة الأشهر الثلاثة حالة الحياد عند المستثمرين بفارق أسعار الفائدة.
- لذا إذا احتفظ المستثمر بمبلغ ١٠٠,٠٠٠ جنيه إسترليني، واستثمره لمدة ثلاثة أشهر عند ٠,١٢٥٪، فسيحصل على ١٠٠,١٢٥ جنيه إسترليني في نهاية الفترة. وإذا كان يمتلك مبلغ ١٢٥,٠٠٠ دولار واستثمره لمدة ثلاثة أشهر بسعر فائدة نسبته ٠,٢٥٪، فسيحصل على ١٢٥,٣١٢,٥٠ دولاراً في نهاية الفترة.

القيمة حالياً	معدل الفائدة	الفائدة المدفوعة عن فترة الأشهر الثلاثة	القيمة في نهاية الفترة
الجنيه الإسترليني	١٠٠,٠٠٠ جنيه	٠,١٢٥٪	١٢٥,٠٠ جنيه
الدولار الأمريكي	١٢٥,٠٠٠ دولار	٠,٢٥٪	٣١٢,٥٠ دولاراً
			١٠٠,١٢٥,٠٠ جنيه
			١٢٥,٣١٢,٥٠ دولاراً

- فلا بد بالتالي أن ينتج السعر الآجل عن معادلة ١٢٥,٣١٢,٥٠ دولاراً سعر ١٠٠,١٢٥ جنيه إسترليني، أي $1,2516 = 100,125 / 125,312,50$.

أسئلة نهاية الفصل

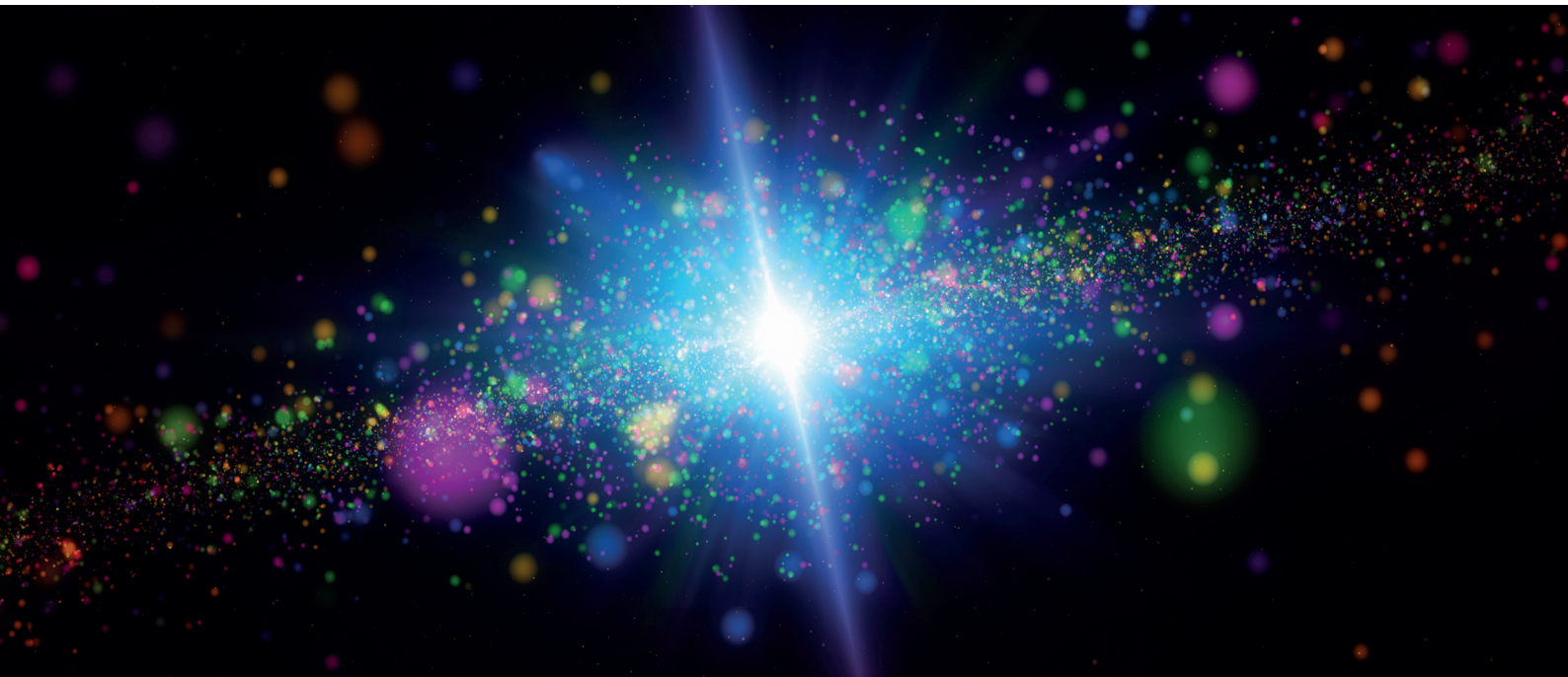
- أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحّة الأجوبة بالعودة إلى الفقرة ذي العلاقة:
١. قارن بين الفائدة المستحقة على حساب وديعة لأجل والفائدة المستحقة على حساب وديعة جارية؟
مرجع الإجابة: الفقرة ١
 ٢. لماذا يجب أن تُؤخذ مخاطر تخلف البنك عن السداد في الاعتبار عند التفكير في فتح حساب وديعة لديه؟
مرجع الإجابة: الفقرة ١
 ٣. وفقاً للنظرية الاقتصادية، ما هي الوظائف الثلاث التي ينبغي أن يخدمها المال؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-١
 ٤. ما هي الأداة التي تصدرها الشركات وتعدّ المقابل التجاري لأذون الخزانة؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٢
 ٥. كيف يتمّ دفع العائد على أذون الخزانة؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٢
 ٦. ما مزايا الاستثمار في العقارات وما عيوبه؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٣
 ٧. متى تتم تسوية معاملات الفوركس الفورية؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٤
 ٨. أبرمت شركة معاملة صرف أجنبيّ لمبادلة الدولار الأمريكي لقاء عملتها المحليّة في خلال شهرٍ واحد من تاريخه. ما نوع هذه المعاملة من معاملات الصرف الأجنبي؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٤

الفصل الرابع

حقوق الملكية/الأسهم

١. خصائص الأسهم ومزاياها ٦١
٢. مخاطر الاستثمار في الأسهم ٦٨
٣. قرارات مجلس الإدارة ٧٠
٤. الأسواق الأولية والثانوية ٧٨
٥. إيصالات الإيداع ٧٩
٦. أسواق الأسهم العالمية ٨١
٧. مؤشرات أسواق الأسهم ٨٣
٨. أنظمة التسوية ٨٦

يتضمن هذا الفصل قرابة ٨ أسئلة من أصل ٥٠ سؤالاً من أسئلة الاختبار



١ - خصائص الأسهم ومزاياها

الأهداف التعليمية

- ١-١-٤ معرفة خصائص الأسهم العادية والأسهم الممتازة (أسهم الأفضلية) ومزايا كُلٍّ منها: توزيعات أرباح الأسهم؛ الأرباح الرأسمالية؛ امتيازات المساهمين؛ حقّ الاكتتاب في أسهم جديدة؛ حقّ التصويت
- ٢-١-٤ التمكن من حساب عائد توزيعات أرباح السهم

يتألف رأس مال أي شركة عموماً من مجموع الأموال المقترضة وتلك المستثمرة من قبل مالكيها. ويشار عادةً إلى الاقتراض الطويل الأجل، أو الدين، باسم السندات، أما الأموال التي يستثمرها المالكون فتُعرف بالأسهم أو حصص الملكية أو حقوق الملكية.

تُمثّل الأسهم رأس مال الشركة الذي يملكه أصحابها، ولذلك يشار إليها باسم حقوق الملكية، ولها نوعان: الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

تصدر الأسهم إما على هيئة أسهم اسمية أو أسهم لحاملها. ففي حالة الأسهم الاسمية، يظهر اسم المستثمر في سجل أسهم الشركة، وقد تصدر الشركة أحياناً شهادات أسهم تكون بمثابة دليل على ملكية الشخص لهذه الأسهم. غير أنّ إصدار الشركات للأسهم من دون شهادات قد أصبح أمراً شائعاً ويُستخدم بدلاً عنها سجلٌ إلكتروني لإثبات الملكية.

أما النوع الثاني من الأسهم فيدعى الأسهم لحاملها. وكما يوحي الاسم، يُعدّ الشخص الذي يحوز على الأسهم أو "حاملها" مالك هذه الأسهم. وتنتقل ملكية هذه الأسهم من شخصٍ إلى آخر بانتقال شهادة الأسهم إلى يد المالك الجديد، على الرغم من أن شهادات الأسهم لحاملها تكون فعلياً مجمّدة في خزائن تدار من قبل مركز الإيداع والحفظ المركزي للأوراق المالية بحيث يمكن أن يحدث نقل الملكية إلكترونياً ولمنع استخدامها في ارتكاب الجرائم المالية.

١-١ الأسهم العادية (Common Stock أو Ordinary Shares)

تختلف المصطلحات المُستخدمة لوصف الأسهم من سوقٍ لآخر، وتُستخدم مصطلحات "commomn stock" و"Ordinary Shares" في اللغة الإنجليزية للإشارة إلى أسهم رأس المال. وأياً كان المصطلح المُستخدم للإشارة إلى الأسهم، فإنها تتمتع بالخصائص ذاتها: إذ تنطوي على كامل مخاطر الاستثمار التي تتعرض لها الشركة من جهة، لكنها قد تحقق أيضاً عوائد من جهة أخرى. فإذا أحرزت الشركة نجاحاً باهراً، كان لحملة الأسهم نصيب كبير من الأرباح، وإذا كان أداؤها رديئاً، فقد يخسرون استثماراتهم كاملةً.

ويحقّ لحملة الأسهم - بوصفهم مُلاك الشركة - التصويت بـ "نعم" أو "لا" على كلّ مشروع قرارٍ يطرحه مجلس الإدارة في جمعية الشركة العمومية. فعلى سبيل المثال، إذا تُلقت الشركة عرضاً بالاستحواذ عليها واقترح أعضاء مجلس الإدارة الموافقة عليه، فلا بد أن يخضع القرار لتصويت حملة الأسهم. وفي حال التصويت بالرّفْض، لا يتم إقرار مشروع القرار ويجب على أعضاء مجلس الإدارة إعادة النظر مجدداً في العرض.

ويشارك حملة الأسهم في أرباح الشركة عن طريق استلام توزيعات أرباح الأسهم التي تُعلن عنها الشركة، وعادةً ما تُدفع هذه العوائد كل ستة أشهر أو حتى كل ثلاثة أشهر، حيث يقترح أعضاء مجلس الإدارة توزيعات أرباح الأسهم، لكنها لا تصبح مُستحقة الدفع رسمياً إلا بعد أن يصادق عليها حملة الأسهم.

أما إذا كان أداء الشركة ضعيفاً، فيتحمّل حملة الأسهم الخسارة. وإذا توقّفت الشركة عن مزاوله عملها - أي أغلقت أبوابها - فلا يتقاضى حملة الأسهم نصيبهم عند تصفية الشركة إلا بعد سداد حقوق الأطراف الأخرى كافة. وبالتالي، قد لا يحصلون على أي تعويض أو يتقاسمون ما تبقى فقط.

قد نصادف في بعض الأحيان مصطلح الأسهم المدفوعة جزئياً أو الأسهم المُشاركة. والمقصود هنا أنّ القيمة الاسمية للسهم لم تُسدّد بالكامل. فعلى سبيل المثال، إذا تأسست شركة جديدة برأس مال أولي قدره ١٠٠ دولار أمريكي، فقد يتكوّن رأس مال الشركة من ١٠٠ سهم عادي بقيمة دولار واحد للسهم. فإذا دفع كلّ واحد من حملة الأسهم الذين وُزعت عليهم هذه الأسهم دولاراً واحداً للسهم، تصبح أسهم الشركة مدفوعةً بالكامل. أما إذا دفع كلّ من حملة الأسهم ٥٠ سنتاً (٠,٥٠ دولار) لكلّ سهم، أي نصف المبلغ المُستحقّ دفعه، تكون الأسهم عندئذٍ مدفوعة جزئياً، لكن يجب على حملة الأسهم في هذه الحالة تسديد التزاماتهم الماليّة المُتبقية كاملةً إذا طالبتهم الشركة بذلك. وفي حال تعرّضت الشركة للتصفية، يحقّ للقائمين على تصفيته المطالبة بدفع الالتزامات الماليّة المُتبقية على حملة الأسهم من أجل تسوية ديون الشركة التي لم تُسدّد بعد.

٢-١ الأسهم الممتازة (أسهم الأفضلية)

تصدر بعض الشركات أسهم أفضليّة (الأسهم الممتازة) بالإضافة إلى الأسهم العادية. وتُحدّد القواعد الداخلية للشركات (نظام الشركة الأساسي) الخصائص التي تمتاز بها الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية.

تُعَدّ الأسهم الممتازة أوراقاً ماليّة هجينة، لأنّها تجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات (الديون). فعلى الرغم من أنها أحد أشكال الاستثمار في الأسهم، إلا أنها تتمتع أيضاً بخصائص السندات، لا سيما من حيث تحقيقها دخلاً ثابتاً للمستثمر. ويتمتع حملة الأسهم الممتازة بالأفضليّة القانونيّة على حملة الأسهم العادية في ما يتعلّق بتوزيع الأرباح وتوزيع الأصول في حال تعرّض الشركة للإفلاس. كذلك تتوافر تصنيفات ائتمانية لأسهم الأفضلية في أغلب الأحيان، ويتمتع حملتها بالأولوية على حملة الأسهم العادية في هيكل رأس المال.

تتّصف الأسهم الممتازة عادةً بالخصائص الآتية:

- لا يتمتع حملة هذه الأسهم بحقّ التصويت إلا في ظروفٍ خاصّة مُحدّدة، مثل التخلّف عن دفع توزيعات أرباح الأسهم.
- لها نصيب سنوي ثابت من الأرباح الموزعة يُحدّد عند إصدارها في بادئ الأمر، ولها الأفضليّة على الأسهم العادية عند توزيع أرباح الأسهم.
- تحظى بالأولوية مقارنةً بالأسهم العادية عند إعادة سداد قيمتها في حال إفلاس الشركة أو توقّفها عن مزاوله نشاطها.

وقد تكون الأسهم الممتازة مُجمّعة للأرباح و/أو غير مُجمّعة للأرباح و/أو مُشاركة في الأرباح.

فإذا لم تُحقّق الشركة أرباحاً كافية في إحدى السنوات وعجزت عن توزيع أرباح الأسهم على حملتها، لا يحصل حملة الأسهم الممتازة عادةً على أي توزيعات من الأرباح. غير أنه إذا كانت هذه من الأسهم الممتازة المُجمّعة للأرباح، تتراكم استحقاقات توزيعات أرباح الأسهم من عام إلى آخر. فإذا حقّقت الشركة أرباحاً كافية، يحصل حملة الأسهم الممتازة المُجمّعة للأرباح على أرباح الأسهم عن السنوات السابقة (الأرصدة المدينة) في العام التالي، مع العلم أن ذلك لا يحدث في حال كانت الأسهم الممتازة غير مُجمّعة للأرباح.

تحقق الأسهم الممتازة لشركة الغدير عادةً توزيعات أرباح أسهم قيمتها دولارين للسهم الواحد. وأعلنت الشركة أنها لم تحقق أرباحاً كافية للوفاء بهذا الالتزام في العام الحالي. في السنة التالية، وعلى افتراض أن الشركة قد حققت أرباحاً كافية، تحقق الأسهم الممتازة المجمعة توزيعات أرباح أسهم بقيمة ٤ دولار، في حين تكون أرباح الأسهم الممتازة غير المجمعة للأرباح دولارين فقط. وبالتالي يخسر حاملها مبلغ دولارين من أرباح السهم عن العام السابق.

تمنح الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح حاملها الحق في الحصول على توزيعات أرباح أسهم أساسية محددة - بنسبة ٣٪ سنوياً على سبيل المثال - لكن يستطيع أعضاء مجلس الإدارة منح نسبة أكبر من العائد على هذه الأسهم في الأعوام التي تتجاوز فيها الأرباح حداً معيناً، أي يمكن أن ينال حملة الأسهم الممتازة حصة من الأرباح الوفيرة.

وتتميز بعض الأسهم الممتازة بقابليتها للاسترداد أو التحويل إلى أسهم عادية. ويمكن لحملة الأسهم الممتازة القابلة للتحويل خيار تحويلها إلى أسهم عادية للشركة بعد مرور مدة زمنية محددة وبشروط متفق عليها مسبقاً.

ويمكن استرجاع الأسهم الممتازة القابلة للاسترداد - تماماً كما يوحي اسمها - في تاريخ محدد؛ أي تُسدد القيمة الاسمية إلى حامل الأسهم الممتازة وتُلغى الأسهم.

تصدر المصارف والمؤسسات المالية الأخرى الأسهم الممتازة بصفة دورية. لذا، قد يمتلك أحد المستثمرين على سبيل المثال أسهماً ممتازة صادرة عن مصرف ستاندرد تشارترد (Standard Chartered). وهي في هذه الحالة أسهم ممتازة غير مجمعة للأرباح وغير قابلة للاسترداد بقيمة ١,٠٠٠ جنيه إسترليني وبسعر جنيه إسترليني واحد لكل سهم صادرة عن مصرف ستاندرد تشارترد بسعر فائدة قدره ٧,٣٧٥٪.

يعني هذا:

- سيتلقى هذا المستثمر توزيعات أرباح أسهم ثابتة بنسبة ٧,٣٧٥٪ كل عام تُسدد على قسطين متساويين نصف سنويين (كل ستة أشهر) في ١ أبريل و ١ نوفمبر.
- تُحسب توزيعات أرباح الأسهم عن طريق ضرب قيمة الأسهم المملوكة (١,٠٠٠ جنيه إسترليني) في سعر الفائدة وقدره ٧,٣٧٥٪، فتكون توزيعات أرباح الأسهم السنوية ٧٣,٧٥ جنيه إسترليني متضمنة الضريبة، حيث يُدفع هذا المبلغ على قسطين.
- تُسدد توزيعات أرباح الأسهم شريطة أن تحقق الشركة أرباحاً كافية ويجب دفعها قبل تسديد أي من توزيعات أرباح الأسهم لحملة الأسهم العادية.
- مصطلح "غير مجمعة للأرباح" يعني أن المستثمر لا يستطيع تجميع أرباحه من عام لآخر إذا لم تحقق الشركة أرباحاً كافية لدفع أرباح الأسهم في إحدى السنوات، ما ينتج عنه خسارة تلك الأرباح.
- مصطلح "غير قابلة للاسترداد" يعني أنه لا يوجد تاريخ ثابت لإعادة شراء الأسهم، ولن يُسدد رأس المال عادةً إلا في حال إفلاس الشركة أو إغلاقها. وفي تلك الحالة، يتلقى المستثمر مبلغاً يعادل القيمة الاسمية للأسهم؛ ويتعبير آخر ١,٠٠٠ جنيه إسترليني شريطة توافر المال الكافي بعد حل الشركة، وتُدفع له قبل تسديد قيمة أي من مستحقات حملة الأسهم العادية.

٣-١ مزايا الاستثمار في الأسهم

ملكية أسهم في إحدى الشركات تعني امتلاك حصّة في تلك الشركة، وتعود هذه الملكية على صاحبها ببعض المزايا والحقوق، حيث يتوقّع حملة الأسهم العادية أن يكونوا المستفيدين الرئيسيين من نجاح الشركة. وقد تأخذ هذه المزايا أو العوائد أحد الأشكال الآتية:

١-٣-١ توزيعات أرباح الأسهم

تُعدّ توزيعات أرباح الأسهم بمثابة العوائد أو الأرباح التي يُحقّقها المستثمر لقاء مخاطرته بتمويل الشركة. تُسَدّد الشركات توزيعات أرباح الأسهم من الأرباح المُحقّقة، التي تشكّل جزءاً من "الاحتياطي القابل للتوزيع". والاحتياطي القابل للتوزيع يمثل صافي الربح الذي حقّقه الشركة منذ تأسيسها بعد خصم الضريبة ودفع توزيعات أرباح الأسهم.

مثال

تأسست شركة النزاهة العامة المحدودة منذ عدّة سنوات وقد حقّقت منذ ذلك الحين أرباحاً بقيمة ٢٠ مليون دولار أمريكي، وورّعت أرباح أسهم بقدر ١٣ مليون دولار. فيكون الاحتياطي القابل للتوزيع في بداية العام ٧ ملايين دولار.

حقّقت شركة النزاهة في العام الحالي أرباحاً تُقدّر بقيمة ٣ ملايين دولار بعد خصم الضرائب، وقرّرت دفع توزيعات أرباح الأسهم بقيمة مليون دولار، فيكون رصيد الاحتياطي القابل للتوزيع في نهاية العام:

ملايين

٧

الرصيد الافتتاحي

٣

الأرباح بعد الضريبة السنوية

١٠

(١)

توزيعات أرباح الأسهم

٩

الرصيد في نهاية المدة

لاحظ أنه من الناحية القانونية يجوز لشركة النزاهة أن تُوزّع أرباح أسهم تتجاوز ٣ ملايين دولار، على الرغم من أن أرباحها لم تتجاوز ٣ ملايين دولار في العام الحالي، وذلك لأنها تستطيع استخدام الأرباح المُحتجزة من الأعوام السابقة. ويشار إلى توزيعات أرباح الأسهم في هذه الحالة بالأرباح "المُجرّدة" أو "غير المغطاة"، نظراً لأنّ أرباح العام الحالي لم تكن كافية لتغطية توزيعات الأرباح كاملة. وتلجأ الشركات إلى هذا الخيار من حين لآخر، لكنها بالتأكيد لا تستطيع الاستمرار في اتباع هذه السياسة على المدى الطويل.

تسعى الشركات قدر الإمكان إلى توزيع الأرباح المتزايدة للأسهم بنسب ثابتة ومتساوية إلى حد ما، لأنّ أي انخفاض في نسب توزيعات أرباح الأسهم قد يؤدّي إلى ردود فعلٍ سلبية بين حملة الأسهم، ما يؤثر سلباً في رغبة المستثمرين عموماً في امتلاك أسهم الشركة أو حتى المساهمة في زيادة رأس مالها.

حقوق الملكية/الأسهم

وَيُقَارَنُ المستثمرون عادةً بين توزيعات أرباح الأسهم التي تدفعها الشركة وبين العائدات على الاستثمارات الأخرى، بما في ذلك الأسهم والسندات والودائع المصرفية الأخرى. ويمكن إجراء مقارنة العائدات بسهولة عن طريق حساب ربح السهم الموزع، أي توزيعات أرباح الأسهم كنسبة مئوية من سعر السهم الحالي.

مثال

لشركة الأمانة العامة المحدودة ٢٠ مليون سهم عادي، يُتداول كُلُّ منها بسعر ٢,٥ دولار أمريكي. ويبلغ مجموع توزيعات أرباح الأسهم التي تُسدّدها ١ مليون دولار. يُحسَب ربح السهم الموزع كنسبة مئوية من القيمة الكلية لأسهم الشركة (القيمة السوقية للشركة) على النحو الآتي:

$$\text{ربح السهم الموزع (١ مليون دولار)} \times 100 = \frac{\text{القيمة السوقية}}{100}$$

فيكون ربح السهم الموزع:

$$[(20 \times 2.5) \div 1] \times 100 = 2\%$$

بما أنَّ الشركة سَدَّدَت ١ مليون دولار لحملة الأسهم عن العدد الكليّ للأسهم البالغ ٢٠ مليون سهم، يمكن حساب عائد توزيعات أرباح السهم على أساس السهم الواحد أيضاً. فتعادل توزيعات أرباح السهم الواحد: ١ مليون ÷ ٢٠ مليون سهم أي ما يساوي ٠,٠٥ دولار، وتُحسَب ٠,٠٥ دولار ÷ ٢,٥ دولار (سعر السهم)، لتكون النتيجة ٢٪ أيضاً.

قد يكون عائد توزيعات أرباح السهم أعلى من المتوسط في بعض الشركات ويرجع ذلك لعدة أسباب، منها:

- قد تكون الشركة وصلت إلى مرحلة النضج والاستقرار المالي وما تزال مستمرة في تحقيق معدلات مرتفعة من التدفّقات النقدية، إلا أن إمكانية نموها محدودة نسبياً في ظل القيود التي فرضتها الحكومة على أسعار مبيعاتها. ونتيجة لذلك، تُوزَع الشركة الأرباح التي تحقّقها بدلاً من الاحتفاظ بها لإعادة استثمارها في الشركة. ومن الأمثلة على ذلك، شركات الخدمات العامة (مثل شركات المياه أو الكهرباء).
- انخفاض سعر السهم لسبب ما، وقد يعود ذلك إلى عدم نجاح الشركة أو التوقعات بعدم نجاحها في المستقبل نسبياً؛ من هنا، لا يتوقع المستثمرون استدامة عائد توزيعات أرباح السهم المرتفع نسبياً، ومن غير المتوقع أن يرتفع سعر السهم.
- قد يرى بعض المستثمرين أن الاستثمار في النوع الأول ينطوي على مزايا إيجابية، بينما من الواضح أن الاستثمار في النوع الثاني سوف يسبب لهم خسائر.

بالمقابل، قد تكون عوائد توزيعات أرباح الأسهم منخفضة نسبياً في بعض الشركات، ويُعزى ذلك عموماً إلى السببين الآتيين:

- ارتفاع سعر السهم لأن المستثمرين يتوقعون أن تحقق الشركة نمواً كبيراً.
- إعادة استثمار نسبة كبيرة من الأرباح التي تحقّقها الشركة بدلاً من توزيعها على حملة الأسهم.
- قد تكون عوائد توزيعات أرباح الأسهم في الشركة منخفضة أيضاً؛ لأنها لم تحقق النجاح نسبياً (كما في المثال أعلاه) لكن سعر السهم قد يُعدّل ليعكس حقيقة أن توزيعات أرباح الأسهم المستقبلية ستكون أقل.

١-٣-٢ الأرباح الرأسمالية

تُحقّق الأسهم أرباحاً رأسمالية إذا ارتفعت أسعارها مع مرور الوقت. فإذا اشترى المستثمر سهماً واحداً مقابل ٣ دولار أمريكي مثلاً وارتفع سعر ذلك السهم بعد عامين ليصل إلى ٥ دولار أمريكي، يحقق المستثمر ربحاً على رأس المال قدره دولارين اثنين. فإذا اختار المستثمر ألا يبيع السهم بذلك السعر، يشار عندها إلى تلك الأرباح بأنها "غير مُحقّقة"، ويواجه المستثمر احتمال انخفاض سعر السهم قبل أن يتمكن من تحقيق أرباح إثر بيع السهم وقبض قيمتها.

في السنوات القليلة الماضية، أصبح العائد المالي الإجمالي من الأسهم على المدى الطويل يُقسّم مناصفة تقريباً بين توزيعات أرباح الأسهم والأرباح الرأسمالية. وفي حين يحتاج المستثمر إلى إعادة استثمار توزيعات أرباح الأسهم التي يحصل عليها ليزيد من ثروته، تتراكم الأرباح الرأسمالية ببساطة. لكن على المستثمر بيع الأسهم إذا أراد تحقيق أرباح رأسمالية.

١-٣-٣ امتيازات المساهمين

تقدّم بعض الشركات امتيازاتٍ للمساهمين فيها، كأن تقدّم شركة اتصالات مثلاً لمساهميها سعراً مخفضاً على أسعار هواتفهم المحمولة، أو تقدّم شركة شحن لمساهميها عروضاً على تذاكر سفنها. وقد تشكّل مثل هذه الامتيازات مكافأة سارة لصغار المستثمرين، لكنها لا تؤثر كثيراً في قرارات الاستثمار عادةً.

١-٣-٤ حقّ الاكتتاب في الأسهم الجديدة

إذا استطاعت الشركات طرح أسهم إضافية في السوق، قد يفقد حملة أسهم الشركة حالياً سيطرتهم عليها، أو قد تنخفض قيمة حصصهم من أسهمها على أقل تقدير. ونتيجةً لهذا، يُمنح حملة أسهم الشركة الحاليين حقّ الاكتتاب في الأسهم الجديدة، بمعنى أنه إذا لم يوافق حملة أسهم الشركة على السماح للشركة بإصدار أسهم جديدة وبيعها لمستثمرين جُدد، فإنّ لهم خيار الاكتتاب في أيّ أسهم جديدة قبل طرح هذه الأسهم للاكتتاب العام. وفي كثير من الحالات يقبض حملة الأسهم تعويضاً مالياً إذا قرروا عدم الاكتتاب في الأسهم الجديدة.

تقرض عدّة دول قوانين على إصدارات الأسهم، مما يلزم الشركات بإطلاع المساهمين الحاليين على خططها أو منحهم حق الشفعة. ففي المملكة المتحدة مثلاً، يتم التعامل مع هذه الحقوق بشكل صارم وتُقرض بموجبها بعض من أشد القيود على الشركات التي تجمع الأموال. خلافاً لذلك، لا تُعدّ حقوق الشفعة للشركات العامة في الولايات المتحدة شائعة ويمكن للإدارة بيع أسهم جديدة للمزيد الأعلى، في حين يتمتع المستثمرون الحاليون بحماية محدودة من الإجراءات المتخذة. وفي أماكن أخرى حول العالم، فتوجد أنواع من الشفعة، لكن الإجراءات ومستويات الحماية تختلف.

يُوضّح المثال الآتي آلية تطبيق حقوق الشفعة.

مثال

يملك مستثمر في شركة هبة العامة المحدودة ٢٠ ألف سهم عادي من بين ١٠٠ ألف سهم عادي أصدرتها الشركة، أي أنه يملك ٢٠٪ من الشركة.

إذا اعتزمت الشركة زيادة عدد أسهمها العادية قيد الإصدار بالسماح للمستثمرين بالاكتتاب على ٥٠ ألف سهم عادي جديد، فسُيُعرض على المستثمر شراء ٢٠٪ من هذه الأسهم الجديدة، أي ١٠ آلاف سهم. ويمكنه هذا الحق من الاحتفاظ بحصة قدرها ٢٠٪ من ملكية الشركة بعد الزيادة.

يمكن أن نوجز ذلك على النحو الآتي:

قبل الإصدار

حصة المستثمر	= ٢٠,٠٠٠ (٢٠٪)
حصة حملة الأسهم الآخرين	= ٨٠,٠٠٠ (٨٠٪)
المجموع	= ١٠٠,٠٠٠ (١٠٠٪)

الإصدار الجديد

حصة المستثمر	= ١٠,٠٠٠
حصة حملة الأسهم الآخرين	= ٤٠,٠٠٠
المجموع	= ٥٠,٠٠٠

بعد الإصدار

حصة المستثمر	= ٣٠,٠٠٠ (٢٠٪)
حصة حملة الأسهم الآخرين	= ١٢٠,٠٠٠ (٨٠٪)
المجموع	= ١٥٠,٠٠٠ (١٠٠٪)

يُعدّ حقّ الأولوية من المبادرات الهادفة إلى جمع رأس مال إضافي، بما يتوافق مع حقوق الشفعة لحملة الأسهم الحاليين في الاكتتاب في الأسهم الجديدة (راجع الفقرة ٣-١-٢).

١-٣-٥ حقّ التصويت

يحظى حملة الأسهم العادية بحقّ التصويت على القضايا التي تُعرض عليهم أثناء الجمعية العمومية للشركة، ويتضمّن ذلك حقّ التصويت على توزيعات أرباح الأسهم المقترحة ومسائل أخرى مثل تعيين أعضاء مجلس الإدارة أو إعادة تعيينهم.

توزّع الأصوات عادةً على أساس: سهم واحد = صوت واحد.

ويُدلي حملة الأسهم بأصواتهم بإحدى الطريقتين الآتيتين:

- يستطيع حملة الأسهم حضور الجمعية العمومية للشركة والإدلاء بأصواتهم شخصياً.
- يستطيع حامل السّهم تعيين شخصٍ آخر للتصويت نيابةً عنه- ويشار إلى هذه الحالة عادةً بمصطلح "التصويت بالوكالة".

لكنّ بعض الشركات تُصدّر فئات مختلفة من الأسهم، لحملة بعضها حقّ التصويت الجزئي أو ليس لهم حقّ في التصويت على الإطلاق. ويسمح هذا لبعض حملة الأسهم بالسيطرة على الشركة بالرغم من امتلاكهم نسبةً أقلّ من الأسهم. فعلى سبيل المثال، تصدر شركة ألفابيت (Alphabet) - الشركة القابضة لشركة غوغل (Google) - فئات مختلفة من الأسهم بحيث تضمن لمؤسسي الشركة التحكم بمسار عملها من دون الحاجة إلى امتلاك حصة أغلبية من الأسهم. وقد لاقت مثل هذه المقاربات ردود فعل سلبية من قبل المستثمرين، وذلك في ظل تسارع وتيرة الطلب على مزيدٍ من الحوكمة الاجتماعية والبيئية للشركات.

من الناحية العملية، يجري الاحتفاظ بمعظم الأسهم هذه الأيام بصيغة إلكترونية في حسابات باسم الوسطاء أو مديري الاستثمار تديرها شركات مخصصة لهذا الغرض- تُستخدم هذه الشركات لغرض وحيد هو الاحتفاظ بالأسهم والاستثمارات الأخرى وإدارة المعاملات المتعلقة بها. ولا تتداول هذه الشركات في الأسهم، لذا تُوصف بأنها "بمعزل عن الإفلاس" لأنَّ فرص تعرضها للتصفية ضئيلة للغاية. وفي هذه الحالة، يظهر في سجل ملكية الأسهم اسم الشخص الذي سُجلت الأسهم باسمه؛ فإذا رغب المساهم في التصويت في جمعية الشركة، يجب عليه التنسيق مع الشخص الذي يتولى تشغيل حسابه لكي يصوّت نيابةً عنه.

٢- مخاطر الاستثمار في الأسهم

الهدف التعليمي

٣-١-٤ فهم المزايا والعيوب والمخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم: مخاطر تغير السعر؛ مخاطر السيولة؛ مخاطر الجهة المُصدرة للأسهم؛ مخاطر تغير سعر الصرف

تتوقف مخاطر الاستثمار في الأسهم على الأسهم التي يملكها المستثمر. وتساهم الشركة المُصدرة للأسهم- بما في ذلك مجلس الإدارة- والقطاع الذي تستثمر فيه وحتى الدولة أو الدول حيث تزاوّل نشاطها في تحديد مستوى المخاطرة المرتبطة بالاستثمار في الأسهم. وفي مقابل التعرض لهذه المخاطر المحتملة، غالباً ما يحصل المستثمر في الأسهم على عوائد كبيرة نسبياً في حال نجاح الشركة. ويمكن تصنيف المخاطر الرئيسية للاستثمار في الأسهم ضمن أربع فئات سوف نشرح كلاً منها بالتفصيل في الفقرات الآتية.

١-٢ مخاطر السوق وتغير السعر

يُقصد بمخاطر تغير السعر مخاطر انخفاض أسعار الأسهم بصفةٍ عامّة. على الرغم من أن هذا التغير قد لا يؤثر في قدرة الشركة المعنية على مواصلة سداد توزيعات أرباح الأسهم، فقد يتكبّد المستثمرون خسائر في رأس المال.

لسوء الحظ، تحدث الانهيارات في أسعار الأسهم على مستوى السوق بشكل متكرّر نوعاً ما. ونذكر على سبيل المثال الحالات التالية:

- انخفضت أسعار الأسهم في العالم بنسبة ٢٠٪ تقريباً في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧، وهبطت أسعار بعضها بنسبة أكبر من ذلك. ويشار إلى هذا اليوم عموماً بيوم الاثنين الأسود، حيث انخفض مؤشر داو جونز بنسبة ٢٢,٣٪ محدثاً خسائر فادحة في أسعار الأسهم بلغت ٥٠٠ مليار دولار أمريكي.
- ومع ظهور عصر الإنترنت، سادت في أوساط المستثمرين توقعات متفائلة بتطوّر نظام اقتصادي جديد، الأمر الذي أدى إلى الارتفاع المفاجيء في أسعار أسهم شركات الإنترنت. وقد أدرج الكثير من أسهم هذه الشركات في بورصة ناسداك التي ارتفع مؤشرها من ٦٠٠ إلى ٥٠٠٠ بحلول عام ٢٠٠٠. ووصف رئيس مجلس إدارة البنك الاحتياطي الفيدرالي سلوك المستثمرين آنذاك بأنه "تصرف متهور غير عقلاني". وفي منتصف عام ٢٠٠٠، انفجرت فقاعة الإنترنت- وتسمى أيضاً فقاعة الدوت كوم "dot.com" - ونتج عنها انهيار مؤشر بورصة ناسداك وإنخفاضه ليصل إلى أقل من ٢٠٠٠ نقطة.

حقوق الملكية/الأسهم

- أدت أزمة القروض العقارية وأزمة الائتمان إلى هبوط آخر في أسواق الأسهم. ففي عام ٢٠٠٨، شهد مؤشر ناسداك أسوأ انهيار له على الإطلاق، حيث انخفض بنسبة ٤٠,٥٤٪ على مدار العام. وانخفض مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA) بنسبة ٣٣,٨٤٪، بينما تراجع مؤشر فوتسي ١٠٠ (FTSE١٠٠) بنسبة ٣١٪ في أكبر هبوط سنوي شهده منذ إنطلاقه في عام ١٩٨٤.
- وفي الآونة الأخيرة، تراجعت أسواق الأسهم في جميع أنحاء العالم في النصف الأول من عام ٢٠٢٠ مع انتشار جائحة فيروس كورونا (COVID-19).

تبيّن هذه الأمثلة بوضوح المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم بسبب احتمال وقوع انهيارات في الأسعار عامة. بالإضافة إلى هذه التقلبات التي قد تحدث عبر الأسواق عموماً، قد تتعرض أي شركة لخطر حدوث انخفاض هائل في أسعار أسهمها عند الإعلان عن أنباء سيئة مثل خسارة أحد العقود الرئيسية.

وتختلف مخاطر انخفاض أسعار الأسهم باختلاف الشركات؛ فالأسهم العالية المخاطرة، كأسهم الشركات المعرضة بشدة لتقلبات الاتجاهات السائدة في الأنظمة الاقتصادية العالمية، تحمل مخاطر أكبر من الأسهم "الدفاعية" (تلك التي تتسم بالاحتفاظ بمستويات أسعارها عند ركود الاقتصاد) مثل أسهم شركات المرافق والخدمات العامة.

٢-٢ مخاطر السيولة

تتمثل مخاطر السيولة في المخاطر الناتجة عن صعوبة بيع الأسهم بأسعار معقولة. وعادةً ما يحصل ذلك لأسهم الشركات التي يتم التداول بها على نطاق ضيق (thinly-traded)، كالشركات الصغيرة أو الشركات التي يكون التداول فيها محدوداً. كما قد تتجم مخاطر السيولة، وإن كانت بدرجة أقل، عن الانخفاض العام في أسعار الأسهم. ففي تلك الحالة قد يزداد الفارق بين **سعر العرض** (السعر الذي يعرضه التجار لشراء الأسهم) و**سعر الطلب** (السعر الذي يقبله التجار لبيع الأسهم).

مثال

يبلغ سعر أسهم إحدى الشركات ٧,٢٠ دولار - ٧,٢٢ دولار في اليوم العادي. لكي يبدأ المستثمر الذي اشترى أسهماً في الشركة (بسعر ٧٢٢ بنسأً) بتحقيق أرباح رأسمالية، يجب أن يرتفع سعر السهم بحيث يزداد سعر الطلب (السعر الذي يمكن بيع السهم عنده) بمقدار يزيد عن ٠,٠٢ دولار (كأن يرتفع من ٧,٢٠ إلى ٧,٢٣ دولار مثلاً).

وإذا حدث تراجع عام في السوق، فقد يقوم التاجر بزيادة الفارق بين سعري البيع والشراء ليصبح سعر البيع - مثلاً - ٧,٠٠ دولار وسعر الشراء ٧,٢٠ دولار لثني مالكي الأسهم عن بيعها. وبذلك يضطر المستثمر الذي يريد البيع إلى القبول بسعر أقل بكثير.

تكون مخاطر السيولة في أسهم الشركات الصغيرة الحجم عادةً أكبر عند مقارنتها بأسهم الشركات الأكبر حجماً - حيث يزداد الفارق أيضاً بين سعر الطلب وسعر العرض في الشركات الصغيرة بالمقارنة مع الشركات الكبيرة التي تُتداول أسهمها على نطاق واسع.

٣-٢ مخاطر الجهة المُصدرة

تنتج هذه المخاطر عن احتمال تعرض الشركة المُصدرة للأسهم للانهيار، فتصبح عندها الأسهم العادية عديمة القيمة.

وبصورة عامة، يقلّ احتمال انهيار الشركات العريقة الكبيرة الحجم، وبالتالي قد تبدو مخاطر انهيارها ضئيلة. إلا أن انهيار شركة إنرون (Enron) وبنك ليمان برادرز (Lehman Brothers) مثال واضح على أن هذه المخاطر حقيقية وقائمة فعلياً ولا يمكن تجاهلها.

في المقابل، ترتفع مخاطر الجهة المُصدرة للأسهم بدرجة كبيرة في الشركات الناشئة، التي لم تستطع تحقيق أي أرباح بعد.

٢-٤ مخاطر تغير سعر الصرف

والمقصود بها مخاطر تقلبات أسعار العملات والتي قد تؤثر سلباً على قيمة الاستثمار.

مثال

اشترى مستثمرٌ أوروبي ١,٠٠٠ سهم اليوم بسعر دولار أمريكي واحد لكل سهم عندما كان سعر الصرف ١ دولار: ٠,٧٥ يورو. وبذلك يكون مجموع تكلفة الأسهم ١,٠٠٠ دولار أمريكي أو ٧٥٠ يورو. لنفترض أن سعر السهم ارتفع ليصبح ١,٢ دولار، وأن المستثمر باع ما يمتلكه من أسهم مقابل ١,٢٠٠ دولار، فيكون قد حقق بذلك ربحاً بالدولار نسبته ٢٠٪. لكن إذا تغير سعر الصرف، فإنه قد لا يحقق الربح نفسه. فإذا ضعف سعر صرف الدولار أمام اليورو ليصبح ١ دولار: ٠,٦٠ يورو مثلاً، ستخفّض عوائد البيع عند تحويلها إلى اليورو لتعادل ٧٢٠ يورو فقط.

نستنتج من هذا أن تغيرات أسعار صرف العملات قد تؤثر سلباً في الاستثمار، فقد يتلاشى المردود بأكمله أو تتناقص قيمته، لكنها في الوقت نفسه قد تؤدي إلى زيادة في الربح عندما تتحرك أسعار العملات في الاتجاه المعاكس.

٣- قرارات مجلس الإدارة

الهدف التعليمي

٤-١-٤ معرفة ماهية قرارات مجلس الإدارة والفارق بين القرار الإلزامي والقرار الطوعي والقرار الإلزامي مع خيارات بما يشمل عمليات الاستحواذ والاندماج

يُتصدّ بقرارات مجلس الإدارة الإجراءات التي تتخذها الشركة وتؤثر في رأس مال الشركة من الأسهم أو سندات. فعلى سبيل المثال، تدفعُ معظم الشركات توزيعات أرباح الأسهم إلى حملة الأسهم مرتين سنوياً.

تُصنّف قرارات مجلس الإدارة إلى ثلاث فئات رئيسية:

١. **قرار إلزامي:** إجراء تفرضه الشركة ولا يتطلب أي تدخل من حملة الأسهم أو حملة السندات. وأفضل مثال على هذا النوع من القرارات توزيع أرباح الأسهم على المساهمين، إذ يحصل حملة الأسهم كافة على نصيبهم من الأرباح بصورة تلقائية.

٢. **قرار إلزامي مع خيارات:** قرار يحمل معه خياراً تلقائياً يُنفَّذ في حال عدم تدخل حملة الأسهم، غير أنه يمنح حملة الأسهم الحق في اللجوء إلى خيارٍ بديل خلال فترة زمنية مفتوحة حتى تاريخ تنفيذ الخيار التلقائي. ومن الأمثلة على هذا النوع من القرارات: حق الأولوية، الذي سنتناوله بالتفصيل لاحقاً.

٣. **قرار طوعي:** قرار يتطلب تصويت حملة الأسهم. ومن الأمثلة على ذلك القرارات المتعلقة بعروض التملك أو الاستحواذ. فإذا تقدمت شركة أخرى بعرضٍ للاستحواذ على الشركة، يجب على كل فردٍ من حملة الأسهم التصويت لقبول العرض أو رفضه.

هذا التصنيف معتمدٌ في أنحاء أوروبا كافةً ومن قبل مراكز الإيداع والحفظ المركزي الدولي للأوراق المالية مثل يوروكلير (Euroclear) وكليستريريم (Clearstream). وتجدر الإشارة إلى أنه في الولايات المتحدة تنقسم قرارات مجلس الإدارة ببساطة إلى فئتين اثنتين: طوعية وإلزامية، ما يجعل الفارق الرئيسي بينها وبين غيرها متمثلاً في القرارات الإلزامية مع خيارات. وفي الولايات المتحدة ينقسم هذان النوعان من القرارات إلى اثنتين أو أكثر من القرارات المختلفة التي يجب معالجتها.

٣-١ أنواع قرارات مجلس الإدارة

الأهداف التعليمية

- ٤-١-٥ معرفة الطرق المختلفة المستخدمة لتسعير نسب الأوراق المالية
- ٤-١-٦ فهم المصطلحات الآتية: إصدارات الأسهم مجانية/توزيع الأسهم المجانية/رسمة الأرباح؛ حقوق الأولوية/العروض المفتوحة؛ تجزئة الأسهم/تجميع الأسهم؛ توزيعات أرباح الأسهم؛ عمليات إعادة الشراء
- ٤-١-٧ القدرة على حساب إصدارات الأسهم المجانية وحقوق الأولوية

٣-١-١ نسب الأوراق المالية

قبل البحث في الفئات المختلفة لقرارات مجلس إدارة الشركة، من الضروري أن نعرف الطرق المستخدمة للتعبير عن شروط أحد قرارات مجلس الإدارة مثل حقوق الأولوية أو إصدار الأسهم المجانية، وهو نسبة الأوراق المالية.

عند الإعلان عن قرار لمجلس الإدارة، ستُحدّد بنود القرار ما سيحدث. وقد يكون القرار بسيطاً مثل حصة السهم الواحد من توزيعات الأرباح. وفي أحيان أخرى قد يتضمن القرار عدد الأسهم الجديدة التي يحقّ لحامل كل سهم الحصول عليها مقابل كل واحد من أسهمه الحالية.

وهكذا فقد تُعلن إحدى الشركات مثلاً عن توزيع الأرباح على شكل أسهم مجانية تمنح بموجبها أسهماً جديدة للمستثمرين الحاليين بالتناسب مع الأسهم التي يمتلكونها في الأصل. يمكن التعبير عن شروط هذا الإصدار بالصيغة ١:٤، ما يعني أن المستثمر سيحصل على سهمٍ جديد واحد لقاء كل أربعة أسهم يمتلكها في الأصل، والذي يُعدّ الطريقة المعيارية المُتبعة في الأسواق الأوروبية والآسيوية، ويمكن تذكرها ببساطة عن طريق التعبير عنها دوماً على النحو الآتي: "يحصل المستثمر على عدد "س" من الأسهم الجديدة لكل عدد "ع" من الأسهم بحوزته".

يختلف هذا عن النهج المتبع في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يشير الرقم الأول في النسبة إلى العدد الكلي للأسهم التي تصبح بحوزة المستثمر بعد توزيع الأسهم المجانية، بينما يُمثل الرقم الثاني عدد الأسهم التي امتلكها سابقاً. وبالتالي نعبّر عن المثال السابق بحسب المصطلحات الشائعة في الولايات المتحدة الأمريكية بالصيغة ٥:٤. فإذا أعلنت شركة أمريكية مثلاً عن توزيع الأرباح في صيغة أسهم مجانية بنسبة ٥:٤، وكان بحوزة أحد المستثمرين ١٠,٠٠٠ سهم، تصبح ملكية المستثمر من الأسهم ١٢,٥٠٠ سهم.

٣-١-٢ حقوق الأولوية

قد تسعى الشركة إلى الحصول على تمويل إضافي بواسطة إصدار أسهم جديدة، وقد يكون ذلك بغرض توسيع مجال عملها أو سداد قروضها المصرفية أو قيمة السندات. وفي هذه الحالة، تتواصل الشركة عادةً مع حملة الأسهم الحاليين "طلباً للنقد" - فقد سبق أن اشترى هؤلاء أسهماً في الشركة، ولربما يرغبون في شراء المزيد منها.

يمكن أن نعرّف إصدار حقوق الأولوية على أنه عرض أسهم جديدة على حملة الأسهم الحاليين بالتناسب مع ملكيتهم الأساسية من أسهم الشركة. وبما أن هذا مجرد عرض ولحملة الأسهم حق الاختيار، يُعدّ إصدار حقوق الأولوية مثلاً على قرارات الشركة "الإلزامية مع خيارات".

ومن الأمثلة الأخرى على إصدار حقوق الأولوية منح الشركة حملة الأسهم الحاليين حق شراء سهم واحد مقابل كل أربعة أسهم يمتلكونها بسعر مُحدّد عادةً ما يكونُ بخصم على السعر المعروض في السوق.

تتنوّع الخيارات المتاحة للمستثمر وفقاً للممارسات السائدة في السوق في كل دولة. ولعل الأكثر شيوعاً بينها هو حين تكون الحقوق قابلة للتداول - أي يمكن للمستثمر بيع حقه في الاكتتاب في الأسهم الجديدة طالما أن لهذه الأسهم قيمة محدّدة لأن السعر المعروض على حامل الأسهم للمشاركة في الاكتتاب يكون بخصم على قيمتها الحالية في السوق.

مثال

لدى شركة ABC العالمية المحدودة ١٠٠ مليون سهم قيد الإصدار تُتداول حالياً بسعر ٤,٠٠ جنيه إسترليني للسهم الواحد. وبهدف جمع التمويل اللازم للتوسع، قرّرت الشركة أن تمنح حملة الأسهم الحاليين الحق في شراء سهم واحد جديد مقابل كل أربعة أسهم يمتلكها الشخص حالياً. ويمكن وصف هذا العرض على أنه سهم واحد مقابل ٤ أسهم من حقوق الأولوية. يُسعر هذا الإصدار بخصم على سعر السهم السائد في السوق، أي بسعر ٢ جنيه إسترليني مثلاً.

تقدم الشركة لكل شخص من حملة الأسهم الحاليين عدد من الخيارات المتعلقة بكيفية التصرف عقب إصدار حقوق الأولوية. فإذا امتلك أحدهم أربعة أسهم في شركة ABC العالمية المحدودة، يحق له الاختيار بين أحد الخيارات الآتية:

- قبول عرض الحقوق المقدم إليه عبر دفع سعر السهم الذي يبلغ ٢ جنيه، وزيادة عدد أسهمه في الشركة إلى خمسة أسهم.
- بيع الحقوق إلى مستثمر آخر - تُعدّ ملكية هذه الحقوق قابلةً للتحويل (وغالباً ما تُوصف بكونها "حقوقاً يمكن التنازل عنها") وهي ذات قيمة لأنها تساعد على شراء السهم بسعر مخصوم قدره ٢ جنيه للسهم الواحد.
- عدم اتّخاذ أي إجراء - إذا اختار المستثمر هذا الخيار، فسيقوم مستشارو الشركة ببيع هذه الحقوق بأفضل سعر ممكن وتحويل الأرباح (بعد خصم الرسوم) إلى حامل الأسهم. (ولكن، سيعتمد ذلك على الممارسة المتبعة في كل سوق).
- ويمكن للمستثمر بيع ما يرغب من حقوقه لجمع مبلغاً من الأموال النقدية التي تمكنه من شراء البقية. فإذا امتلك مستثمر 4000 سهم، فإنه يحق له شراء 1000 سهم جديد.

سوف يتغيّر سعر السهم للأسهم الحالية التي يمتلكها المستثمر على نحو يعكس الأسهم الإضافية المصدرة. فإذا كان المستثمر يملك أربعة أسهم سعر كل منها ٤ جنيه، أي بقيمة إجمالية ١٦ جنيه إسترليني، ويمكنه الحصول على سهم جديد مقابل ٢ جنيه سيصبح لدى المستثمر، إذا قرر شراء السهم الجديد، خمسة أسهم إجمالي قيمتها ١٨ جنيه أي ٣,٦٠ للسهم الواحد.

حقوق الملكية/الأسهم

وبالتالي، سيتغير سعر السهم على نحو يعكس تأثير إصدار حقوق الأولوية عندما تصبح الأسهم ضمن فئة الحقوق السابقة. (هذه هي المرحلة التي يتم فيها تداول الأسهم والحقوق كأداتين منفصلتين).

ويُعرف سعر السهم المعدل البالغ ٣,٦٠ جنيهًا إسترلينيًا بالسعر النظري للحقوق السابقة - والسبب في ذلك نظرياً يرجع إلى أن السعر الفعلي للسهم يتحدد على أساس العرض والطلب.

يمكن بيع حقوق الأولوية، ويُعرف سعر البيع باسم العلاوة. وفي المثال أعلاه، إذا كان السعر النظري للحقوق السابقة هو ٣,٦٠ جنيه إسترليني مع إمكانية الحصول على سهم جديد مقابل ٢,٠٠ جنيه إسترليني، لذا فإن الحق يتمثل في الحصول على سهم له قيمة، وهذه القيمة هي العلاوة، وفي هذه الحال تكون القيمة ١,٦٠ جنيه إسترليني على الرغم من أن السعر الفعلي يعتمد مرة أخرى على العرض والطلب.

ويمكن أن تتمثل الإستجابة المبدئية على إعلان إصدار حقوق الأولوية في انخفاض سعر السهم ليتسنى للسوق تحديد أسباب إصدار حقوق الأولوية وتأثيره على مستقبل الشركة. وإذا كان بهدف تمويل التوسع، واقتنع المستثمرون بالإستراتيجية يمكن لسعر السهم أن يتعافى لاحقاً. أما في حال استخدام الأموال في إستراتيجية لا تحظى بثقة السوق أو بهدف دعم العمليات التشغيلية، عندها قد تكون الإستجابة عكس ذلك.

ينبغي على الشركة ومستشاريها المصرفيين دراسة الأرقام بعناية فائقة. فإذا كان سعر الاكتتاب في الأسهم الجديدة مرتفعاً للغاية، فقد تخفق عملية طلب الإمداد النقدي. وهذا الأمر قد يكون محرراً للغاية ومكلفاً نسبياً لأي مؤسسة تتولّى عملية التعهد بالتغطية في اكتتاب الأسهم، إذ تتعهد شركات التعهد بالتغطية بشراء الأسهم كلها التي بقيت من دون مشترين في السوق بسعر الاكتتاب، وذلك لقاء رسوم معينة. ومن ثمّ تباع تلك الأسهم التي اشترتها عندما تتحسن الظروف في السوق. وبذلك فإنها قد تحقّق الربح أو الخسارة إثر عملية البيع هذه. وتتعهد هذه الشركات بشراء الأسهم في حال عدم وجود مشترين آخرين لها، وغالباً ما يضمن المصرف الاستثماري نفسه الذي يدير الاكتتاب في الأسهم جزءاً من الاكتتاب.

٣-١-٣ العروض المفتوحة

في كثير من أسواق أوروبا والشرق الأوسط والشرق الأقصى، يُستخدم حلٌ بديل مشابه لإصدار حقوق الاكتتاب في الأسهم عندما ترغب إحدى الشركات في جمع التمويل الإضافي اللازم، ألا وهو العرض المفتوح.

يتوافر العرض المفتوح لحملة الأسهم الحاليين، ويمنحهم فرصة الاكتتاب في أسهم إضافية في الشركة أو أوراق مالية أخرى بالتناسب مع حصصهم الحالية من الأسهم عادةً. وبذلك فإنه يشبه إصدار حقوق الأولوية. لكنه يختلف عنه في أنّ الحق في شراء الأوراق المالية المعروضة حقٌّ لا يمكن نقله وتداوله، كما لا يمكن بيعه.

بالنسبة إلى العروض المفتوحة العادية، لا يستطيع حملة الأسهم التقدّم بطلب للحصول على حصةٍ تتجاوز استحقاقاتهم. لكن يمكن تصميم العرض المفتوح بحيث يتسنى لحملة الأسهم الحاليين التقدّم بطلب للحصول على حصة إضافية، مع إمكانية الحدّ من تلك الطلبات في حال وجود فائض في عدد المُكتتبين في الأسهم.

٣-١-٤ إصدار الأسهم المجانية (Bonus Issues)

يُعَدّ قرار الشركة بتوزيع الأرباح على صورة أسهم مجانية (ويُعرف أيضاً بمصطلح توزيع الأسهم المجانية أو رسمة الأرباح) من قرارات مجلس الإدارة التي تمنح حملة أسهم الشركة الحاليين أسهماً إضافية من دون سداد أي مبالغ نقدية جديدة.

فكل ما تقوم به الشركة ببساطة هو زيادة عدد الأسهم التي يمتلكها حملة الأسهم، مع رسملة الأرباح عبر تحويلها إلى أسهم لحملة الأسهم. ويُعدّ هذا القرار من قرارات مجلس الإدارة الإلزامية.

مثال

تُداول أسهم شركة الصداقة العامة المحدودة حالياً لقاء ١٢ دولاراً للسهم الواحد. وقد قرّرت الشركة توزيع أسهم مجانية على أساس ١ مقابل ١، بحيث تمنح كلاً من حملة الأسهم سهماً إضافياً واحداً لقاء كلّ سهم يمتلكه في الوقت الحالي.

وبهذا، يرتفع عدد الأسهم التي يملكها المستثمر صاحب السهم الواحد حالياً من سهم واحد بقيمة ١٢ دولاراً إلى سهمين لهما القيمة الإجمالية ذاتها. فمع تضاعف عدد الأسهم المُصدرة، ينخفض سعر السهم إلى النصف أي ٦ دولار في هذه الحالة.

تمنح الشركات الأسهم المجانية بهدف زيادة سيولة أسهمها في السوق ولخفض سعر السهم. فإذا ارتفع سعر سهم الشركة في السوق إلى حدٍ مفرط، فإنها قد تفقد قدرتها على جذب المستثمرين.

٣-١-٥ تجزئة الأسهم (Stock Splits) وتجميع الأسهم (Reverse Stock Splits)

بدلاً من منح الأسهم المجانية بهدف خفض سعر السهم في السوق، تستطيع الشركة تجزئة الأسهم، أي تقسيم كل سهم إلى عددٍ من الأسهم الفرعية.

فإذا كان لدى شركة أسهم قيمتها الاسمية ٥ دولار للسهم الواحد وتباع في السوق بسعر ١٠ دولار، فإنها تستطيع تجزئة كل سهم إلى خمسة أسهم بحيث تصبح القيمة الاسمية لكل سهم دولار واحد. ونظرياً، يجب أن يبلغ سعر السهم الجديد في السوق دولارين (١٠ دولار مقسومة على ٥).

على الرغم من التشابه الكبير بين توزيع الأسهم المجانية وتجزئة الأسهم، إلا أن توزيع الأسهم المجانية لا يؤثر في القيمة الاسمية لأسهم الشركة.

وتسمّى العملية المعاكسة لهذه العملية بالتجزئة العكسية أو تجميع الأسهم: حيث تُجمع الأسهم مع بعضها البعض. فعلى سبيل المثال، إذا كان سعر سهم الشركة ٠,١٠ دولار، فإنها تستطيع تجميع كل عشرة أسهم في سهم واحد. وبناءً على ذلك، يجب أن يصبح سعر السهم الواحد في السوق دولار واحد (٠,١٠ دولار $\times$ ١٠). وتتبع الشركات هذا الإجراء عادةً في حال تراجع سعر السهم إلى مستوى منخفضٍ ورغبت الشركة في جعل أسهمها أكثر جاذبية للمستثمرين.

٣-١-٦ توزيعات أرباح الأسهم

توزيعات أرباح الأسهم مثالٌ على قرارات مجلس الإدارة الإلزامية، وتمثّل الجزء من أرباح الشركة الذي توزعه على المساهمين فيها.

يوزّع كثير من الشركات الكبرى أرباح الأسهم مرتين سنوياً، حيث يعلن أعضاء مجلس الإدارة عن أول دفعة وتوزّع في منتصف العام تقريباً، ويُشار إليها بصفة عامة باسم ”أرباح الأسهم النصفية“. بعدها، يتم الإعلان عن توزيع أرباح الأسهم للمرّة الثانية بعد الحصول على موافقة حملة الأسهم أثناء الجمعية العمومية السنوية للشركة، التي تعقد في نهاية العام.

حقوق الملكية/الأسهم

المالي للشركة، ويشار إليها باسم توزيعات أرباح الأسهم النهائية للعام. هذا وقد أصبح كثير من الشركات الكبرى تدفع توزيعات أرباح الأسهم في فترات متقاربة أكثر من ذلك، أي على أساس ربع سنوي، وبذلك تُعدّ الدفعات الثلاث الأولى بمثابة توزيعات أرباح الأسهم المرحلية، وتتبعها دفعة أرباح أخيرة نهائية.

وقد يتفاوت المبلغ المدفوع للسهم الواحد من آونة لأخرى، إذ يتوقف على عدّة عوامل منها قدرة الشركة عموماً على تحقيق الأرباح وخططها لتوسيع مجال نشاطها التجاري في المستقبل.

ويحصل حملة الأسهم على توزيعات أرباح الأسهم إما بواسطة شيك مصرفي أو عبر تحويل النقود مباشرةً إلى حساباتهم المصرفية.

ومن أبرز الصعوبات العملية التي تواجهها الشركات أثناء عملية توزيع أرباح الأسهم، لا سيما إذا كانت من الشركات الكبيرة حيث تتغيّر ملكيّة الأسهم كثيراً من شخصٍ إلى آخر، تحديد الشخص المخوّل باستلام توزيعات أرباح الأسهم. لذا، ثمة إجراءات معينة تتبعها هذه الشركات للحدّ من إمكانية حدوث خطأ عند توزيع أرباح الأسهم بحيث لا يستلم الأرباح شخص غير مخوّل باستلامها وبحيث تضمن الشركة وصول توزيعات أرباح الأسهم إلى مستحقيها من حملة الأسهم.

تُشتري الأسهم وتُباع مع الحقّ في استلام الدفعة التالية من أرباح الأسهم الموزعة المعلنّة حتى تاريخ الإعلان الفعلي أو قبله. ويشار إلى السهم المُشتري حتى ذلك التاريخ بمصطلح **السهم المستحقّ لأرباحه (cum-dividend)**. فإذا اشترى مستثمر السهم مع أرباحه، يحقّ له استلام دفعة الأرباح المعلنّة. بينما يصبح السهم بدون أرباحه أو مجرداً من أرباحه **(ex-dividend)** في المدة الواقعة بين تاريخ الإعلان عن توزيعات أرباح الأسهم وتاريخ الدفع. ولا يحقّ للمستثمر الذي يشتري الأسهم ضمن هذه المدة استلام أيّ من توزيعات أرباح الأسهم المعلن عنها.

على سبيل المثال، أصبحت المدة الزمنية اللازمة للتسوية عبر أنحاء أوروبا تبلغ يومي عمل من تاريخ التداول $(T+2)$ ، ما يعني أنّ التسوية تتم خلال يومي عمل من تاريخ التنفيذ. فإذا نُفذت صفقة يوم الاثنين على سبيل المثال، فإنها تسوّى بحلول يوم الأربعاء من الأسبوع ذاته. ويعطي المثال الآتي توضيحات عن الجدول الزمني لتوزيع أرباح الأسهم.

مثال

في ما يأتي نستعرض الترتيب الزمني لقرارات إحدى الشركات المدرجة في سوق لندن للأوراق المالية (LSE):

أجرت شركة جون سميث حسابات لتوزيعات أرباح أسهمها النصفية (عن الأشهر السّنة الأولى من العام حتى تاريخ ٣٠ يونيو)، وقرّرت توزيع أرباح بقيمة ٠,٠٨ جنيه إسترليني لكل سهم. وقد أعلنت ("صرّحت") الشركة عن توزيعات أرباح الأسهم في شهر أغسطس من العام ٢٠٢٠، وقرّرت أن هذه الأرباح سوف تكون مستحقة لحملة الأسهم المقيّدة أسماؤهم في القيد الخاص بحملة الأسهم يوم الجمعة ٢ أكتوبر على أن تُدفع توزيعات الأرباح لحملة الأسهم هؤلاء في تاريخ يُحدّد لاحقاً.

يُعرف يوم الجمعة ٢ أكتوبر عادةً بأسماء مُتعدّدة:

- تاريخ القيد
- تاريخ التسجيل
- تاريخ إغلاق سجل الأسهم

إذا صادف تاريخ القيد يوم الجمعة ٢ أكتوبر، فإن سوق لندن للأوراق المالية تُحدّد التاريخ الذي يصبح فيه السهم بدون أرباح (ex-dividend date) في يوم الخميس ١ أكتوبر.

وعادةً، يتم اختيار التاريخ الذي يصبح فيه السهم بدون أرباح في سوق لندن للأوراق المالية يوم خميس حتى يتسنى للأطراف كلها في السوق الاطلاع على تاريخ حدوث ذلك. وفي ذلك اليوم، تصبح الأسهم مجردة من أرباحها، ويُفترض أن تنخفض أسعارها بواقع ٠,٠٨ جنيه. ويرجع ذلك إلى أنه لا يحقّ للمُشتري الجديد لأسهم الشركة الحصول على توزيعات الأرباح هذه المَرّة.

قد تحدث بعض المشاكل هنا. فإذا اشترى مُستثمر أسهم الشركة يوم الأربعاء ٣٠ سبتمبر ولسببٍ ما لم تتم تسوية عملية الشراء بحلول يوم الجمعة ٢ أكتوبر، لا يحقّ لهذا المستثمر المطالبة بتوزيعات أرباح الأسهم. ويجب في هذه الحالة التقدم بطلبٍ لاسترداد الأرباح، وبالتالي يستردّ الوسيط الذي يعمل لصالح المشتري المال عن طريق وسيط البائع.

٧-١-٣ عمليات الاستحواذ والاندماج (Takeovers & Mergers)

يمكن أن تتم الشركات التي تسعى إلى التوسّع بصورة تدريجية وطبيعية أو بواسطة شراء شركات أخرى. ففي عملية الاستحواذ، التي يمكن أن تكون وديّة أو عدائية، تسعى شركة ("الشركة المُفترسة") كما يُشار إليها اصطلاحاً باللغة الإنجليزية) إلى شراء شركة أخرى (يُشار إليها بالشركة الهدف).

وفي عملية الاستحواذ الناجحة، تشتري الشركة المُفترسة (صاحبة العرض) أكثر من ٥٠٪ من أسهم الشركة الهدف، ويُقال عندها إنّ الشركة سيطرت على الشركة الهدف. وتسعى الشركة التي تقوم بعملية الاستحواذ عادةً إلى شراء كافة أسهم الشركة الهدف لقاء مبلغ نقدي أحياناً، لكنّ كثيراً من الشركات تستخدم أسهمها أو مزيجاً من النقد والأسهم عادةً.

وتحدث عملية الدمج على نحو مشابه عندما يكون للشركتين حجم مماثل وتتفقان معاً على الاندماج. لكن عملية الاندماج تتطوي عادةً على قيام إحدى الشركتين بمبادلة أسهم جديدة بأسهم الشركة الأخرى. ونتيجةً لذلك تندمج الشركتان معاً بفعالية لتكوين كيانٍ أكبر حجماً.

يوضح الجدول التالي تفاصيل بعض أكبر عمليات الاستحواذ والاندماج (M&A) التي حدثت منذ عام ١٩٩٨.

أكبر عمليات الاستحواذ والاندماج في جميع أنحاء العالم				
الترتيب	التاريخ	المستحوذ	الهدف	القيمة (بمليارات الدولارات الأمريكية)
١	١٩٩٩	فودافون إير تات بي إل سي	شركة مانسمان المساهمة	٢٠٢,٧
٢	٢٠٠٠	شركة أمريكا أون لاين	تايم وورنر	١٦٤,٧
٣	٢٠١٣	شركة فيريزون للاتصالات	شركة فيريزون وايرلس	١٣٠,٢
٤	٢٠٠٧	مساهمون (شركة تابعة)	شركة فيليب موريس الدولية	١٠٧,٦
٥	٢٠١٥	أنهيزر بوش إنبيف العالمية المحدودة	سابمير بي إل سي	١٠١,٥
٦	٢٠٠٧	آر إف إس هولدينجز الخاصة المحدودة	ايه بي ان امرو القابضة المحدودة	٩٨,٢
٧	١٩٩٩	شركة فايزر	شركة وارنر لامبرت	٨٩,٦
٨	٢٠١٧	شركة والت ديزني	شركة تونتي فرست سينتشوري فوكس	٨٤,٢
٩	٢٠١٦	شركة AT&T	شركة تايم وورنر	٧٩,٤
١٠	٢٠١٩	شركة بريستول مايرز سكويب	شركة سيلجين	٧٩,٤

المصدر: معهد الاندماج والاستحواذ والتحالفات

٢-٣ جمعيات الشركات

الهدف التعليمي

٨-١-٤ معرفة الهدف من انعقاد جمعيات الشركات العمومية وصيغتها

يجب أن تعقد الشركات العامة جمعيات عمومية سنوية (Annual General Meetings) تمنح أثناءها حملة الأسهم فرصة لطرح الأسئلة على أعضاء مجلس الإدارة حول استراتيجية الشركة وآليات تنفيذ عملياتها. ويختلف اسم هذه الجمعيات من دولة لأخرى، فيطلق عليها في بعض البلدان اسم الجمعية العامة وتسمى في دول أخرى الجمعية العمومية، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فيطلق عليها اسم جمعية حملة الأسهم.

كما تتوافر لحملة الأسهم في جمعية الشركة الفرصة للتصويت على بنود كتعيين أعضاء مجلس الإدارة وإقالتهم، وتوزيع أرباح الأسهم النهائية التي يوصي بها أعضاء مجلس الإدارة.

وتُعَدُّ معظم البنود التي تُطرح على المساهمين "قرارات عادية" تستلزم موافقة الأغلبية (أي أكثر من ٥٠٪) من حملة الأسهم الذين يصوتون للمصادقة على هذه القرارات.

أما البنود البالغة الأهمية، مثل اقتراح تغيير نظام الشركة الأساسي، فتتطلب مشروع قرار خاص، يستلزم موافقة عدد أكبر من حملة الأسهم لصالح هذا القرار، أي ٧٥٪ على الأقل من الأصوات عموماً.

ويستطيع حملة الأسهم إما التصويت بصفة شخصية أو تعبئة استمارة للتصويت بالوكالة، ما يتيح لشخص آخر إمكانية التصويت بالنيابة عنهم.

٤ - الأسواق الأولية والثانوية

الهدف التعليمي

٩-١-٤ معرفة وظيفة البورصة: الأسواق الأولية/الثانوية؛ الإدراج

تُعرف عملية إدراج أسهم إحدى الشركات في سوق الأوراق المالية بمصطلحات عدة:

- أن تصبح الشركة مُدرجة في البورصة
- تعويم أسهم الشركة
- التداول العام
- إجراء اكتتاب عام أولي (IPO).

هناك مصطلحان آخران وثيقا الصلة هنا، وهما **السوق الأولية** و**السوق الثانوية**. يشير مصطلح السوق الأولية إلى طرح الأسهم الجديدة في شركة ما أمام المستثمرين للمرة الأولى. وبمجرد أن يحصل المستثمر على الأسهم، يصبح من المحتمل أن يرغب في بيع بعضها أو كلها في المستقبل، ويتسنى له ذلك عموماً عن طريق أحد أسواق الأسهم.

ويُشار إلى هذه العملية الأخيرة بمصطلح "التداول في السوق الثانوية".

توجد الأسواق الأولية بهدف جمع رأس مال إضافي وتوفير الفرصة للمستثمرين للوصول إلى رؤوس الأموال الإضافية، بينما تُتيح الأسواق الثانوية للأسواق الأولية إمكانية العمل بفعالية عن طريق تيسير التداول بالانجهاين في الأوراق المالية المُصدرة سابقاً.

تُعتبر سوق الأوراق المالية سوقاً مُنظمة لإصدار الأوراق المالية وتداولها من جهة أعضاء هذه السوق. ولكل سوق قوانينها ولوائحها التنظيمية المتعلقة بالشركات التي تسعى إلى إدراج أسهمها فيها، كما تترتب التزامات مستمرة على الشركات المدرجة فيها أيضاً. وتوفّر أسواق الأسهم جميعها سوقاً أولية وأخرى ثانوية.

٤-١ مزايا وعيوب الإدراج

تشمل المزايا والعيوب التي يجب مراعاتها بعناية ما يلي:

المزايا

- **رأس المال** - يوفر الطرح العام الأولي إمكانية زيادة رأس المال، وبمجرد الإدراج في سوق الأوراق المالية، يصبح تقديم المزيد من عروض الطرح أسهل بكثير. إذا كانت الأسهم المعروضة للجمهور هي تلك الخاصة بمؤسسي الشركة الأصليين، فإن الطرح العام يوفر لهم مساراً بديلاً ووسيلة لتحويل ممتلكاتهم إلى نقد.
- **الاستحواذ** - يمكن لشركة مدرجة استخدام أسهمها كدفوعات مقابل الاستحواذ على أسهم شركات أخرى كجزء من عملية الاستحواذ أو الاندماج.
- **الحالة** - متى كانت الشركة مدرجة يساعد ذلك على تسويق نفسها للعملاء والموردين والموظفين المحتملين.
- **الموظفون** - تُعد خيارات تقديم الأسهم للموظفين الرئيسيين طريقة لتوفير الحوافز والحفاظ على بقاء الموظفين بالشركة، كما أن خيارات شراء أسهم الشركات المدرجة التي يتم بيعها بسهولة في السوق هي أكثر جذباً للمستثمرين.

العيوب

- **التنظيم** - على الشركات المدرجة أن تحكم نفسها بطريقة أكثر انفتاحاً من الشركات الخاصة وأن تقدم معلومات مفصلة عن وضعها المالي والتقدم المحرز في الأوقات المناسبة.
- **الاستحواذ** - تتعرض الشركات المدرجة نفسها لإمكانية مخاطر الاستحواذ.
- **الاتجاه إلى الاستثمارات القصيرة الأجل** - يميل المساهمون في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى ممارسة الضغط على الشركة للوصول إلى أهداف قصيرة الأجل، بدلاً من التحلي بالصبر والبحث عن الاستثمار والنمو على المدى الطويل.

٥ - إيصالات الإيداع

الهدف التعليمي

- ٤-١-١٠ فهم خصائص إيصالات الإيداع: إيصالات الإيداع الأمريكي؛ إيصالات الإيداع العالمي؛ دفعات توزيعات أرباح الأسهم؛ كيفية إصدارها/ التداول ما قبل الإصدار؛ حقوق الاكتتاب

استُحدثت إيصالات الإيداع الأمريكية (ADRS) في العام ١٩٢٧، وقد صُمِّمت في الأصل لتمكين المستثمرين الأمريكيين من امتلاك أسهم في الخارج من دون الاضطرار إلى دفع تكاليف باهظة لمعاملات التداول من جهة وللحيلولة دون حصول تأخيرات التسوية المرتبطة بمعاملات الأسهم في الخارج من جهة ثانية.

وتكون إيصالات الإيداع الأمريكية مقومةً بالدولار الأمريكي وتصدُر على هيئة أوراق مالية لحاملها، بحيث يكون أحد مصارف الإيداع بمثابة حامل السهم الاسمي. ويتمتع المستثمرون بحقوق حملة الأسهم المقابلة نفسها كما لو كانت عملية شراء الأسهم قد تمت مباشرةً.

يتولّى مصرف الإيداع الترتيبات المتعلقة بهذه الإصدارات، مثل دفعات توزيعات أرباح الأسهم - المقومة بالدولار الأمريكي أيضاً - والتصويت بالوكالة في جمعيات حملة الأسهم. ويستطيع المالك المستفيد من الأسهم المقابلة للإيصال أن يلغي إيصال الإيداع الأمريكي في أي وقت يشاء ويصبح بذلك المالك الاسمي لهذه الأسهم.

تمثّل الولايات المتحدة الأمريكية مجالاً رحباً للاستثمار، لذا فإنّ إيصالات الإيداع الأمريكية من الأدوات التي تتيح للشركات غير الأمريكية إمكانية جذب المستثمرين الأمريكيين للحصول على التمويل الذي تحتاجه. وتُدرج إيصالات الإيداع الأمريكية في سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) وبورصة ناسداك (NASDAQ) وتتداول بحرية فيهما. كما توجد سوق لإيصالات الإيداع الأمريكية في سوق لندن للأوراق المالية.

لكلّ إيصال من إيصالات الإيداع الأمريكية عددٌ مُحدّد من الأسهم المقابلة، أو يمثّله جزءٌ من السهم المقابل له. فشركة تصنيع السيارات فولكس فاغن (Volkswagen AG) مثلاً مدرجة في بورصة فرانكفورت ولديها فئتان من الأسهم المدرجة: أسهم عادية وأسهم مُمتازة. لذا توجد إيصالات إيداع أمريكية منفصلة لكلّ فئة. ويمثّل كل إيصال إيداع أمريكي ٠,٢ (0,2) من أسهم فولكس فاغن المفردة. وتوفّر إيصالات الإيداع الأمريكية للمستثمرين طريقةً بسيطةً وموثوقةً ومنخفضة التكلفة من الناحية الاقتصادية للاستثمار في الأسواق الأجنبية وتجنّب التكاليف الباهظة لعمليات التداول والتسوية. وقد أصدرت شركات أخرى معروفة عالمياً، مثل شركة بريتيش بتروليوم (BP) ونوكيا (Nokia) ورويال داتش (Royal Dutch) وفودافون (Vodafone)، إيصالات إيداع أمريكية أيضاً.

والجدير ذكره أن إيصالات الإيداع الأمريكية ليست النوع الوحيد من إيصالات الإيداع التي يمكن للشركات إصدارها، إذ يُطلق على إيصالات الإيداع التي تصدر خارج الولايات المتحدة الأمريكية مصطلح إيصالات الإيداع العالمية (GDRs). وقد بدأ إصدار إيصالات الإيداع العالمية منذ العام ١٩٩٠، ويجري تداولها في كثير من البورصات. والجدير ذكره أنّ إصدارها يتزايد في الأسواق الآسيوية والناشئة. كما تتوافر أنواع كثيرة أخرى تحت أسماء محدّدة تعود إلى السوق التي ترتبط بها، مثل إيصالات الإيداع الهندية. ومن الأمثلة على إيصالات الإيداع العالمية المدرجة في سوق لندن للأوراق المالية إيصالات المجموعة المالية إي أف جي هيرمس (EFG-Hermes)، أحد المصارف الاستثمارية الرائدة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، وله الرمز LN:HRBG79 على موقع بلومبرغ، حيث يمثّل كل واحد من إيصالات الإيداع العالمية اثنين من الأسهم المحلية. ومن الأمثلة الأخرى أيضاً نذكر إيصالات شركة سامسونغ للإلكترونيات (Samsung Electronics Co) (Ltd)، حيث يمثّل كل واحد من إيصالات الإيداع العالمية ٢٥ سهماً عادياً.

وعلى سبيل المثال، يُقدّر عدد إيصالات الإيداع العالمية التي تُتداول في فرع من سوق لندن للأوراق المالية بأكثر من ٤٠٠ إيصال إيداع عالمي صدرت عن ٤٤ دولة، وتتم تسويتها بالدولار الأمريكي إما عن طريق شركة يوروكلير (Euroclear) أو بنك الإيداع التابع لشركة صندوق الإيداع والمقاصة الأمريكية (Depository Trust & Clearing Corporation).

وتتجمّع كلّ من يوروكلير وشركة صندوق الإيداع والمقاصة (DTCC) توزيعات أرباح الأسهم المقابلة للإيصالات، ومن ثمّ تحوّلها إلى دفعاتٍ مالية يمكن تسليمها لحملة إيصالات الإيداع العالمية. وتجرى ممارسة أي من حقوق التصويت عن طريق بنك الإيداع الخاص بشركة صندوق الإيداع والمقاصة، لكن حملة إيصالات الإيداع العالمية لا يستطيعون ممارسة حقوق الأولوية، بل تُباع هذه الأسهم الجديدة ويُوزّع ثمنها في ما بينهم.

ويمكن تحويل نسبة تصل إلى ٢٠٪ من رأس مال الشركة من الأسهم التي يتمتع حاملوها بحقّ التصويت إلى إيصالات إيداع. وفي بعض الحالات، قد يُصدر أمين الحفظ إيصالات إيداع قبل الإيداع الفعلي للأسهم المقابلة. وتُسمى هذه العملية بمرحلة ما قبل إصدار إيصال الإيداع الأمريكي، التي يمكن أن يحصل خلالها التداول. وتُغلّق مرحلة ما قبل الإصدار بمجرد تسليم بنك الإيداع للأسهم.

٦- أسواق الأسهم العالمية

الأهداف التعليمية

٤-١-١٢ معرفة كيفية تداول الأسهم: التداول المباشر في البورصة/التداول خارج الأسواق الرسمية؛ منصات التداول المتعددة الأطراف؛ منصات التداول المحكومة بالعرض والطلب (order-driven)/منصات التداول المحكومة بالتسعير (quote-driven)

البورصة أو سوق الأوراق المالية سوقٌ مُنظمة لإصدار الأوراق المالية وتداولها من قبل المشاركين في تلك السوق. وقد ظهرت أسواق الأوراق المالية منذ مئات السنين، وأصبحت توجد اليوم في كثير من المدن الكبرى حول العالم.

يُطلق على الشركات ذات الأسهم المتداولة في البورصة مصطلح "الشركات المدرجة"، وينبغي على هذه الشركات أن تستوفي معايير محدّدة تختلف من بورصة لأخرى. ولكل سوق من أسواق الأوراق المالية قواعد ولوائح تنظيمية خاصة به تحكم عمل الشركات التي ترغب بإدراج أسهمها في البورصة والشركات المدرجة أصلاً.

بدأت معظم أسواق الأوراق المالية بمزاولة عملها في مكانٍ ماديٍّ ملموسٍ فيه قاعة أو منصة للتداول، حيث يقوم التجار بالتداول وجهاً لوجه في سوقٍ مزادٍ علنيٍّ. غير أن الوضع تغيّر كلياً في أيامنا هذه، حيث تحوّلت معظم تلك البورصات إلى بورصات إلكترونية، سواء كلياً أو جزئياً، كما هي الحال في سوق نيويورك للأوراق المالية. ويجري التداول في البورصة اليوم عن طريق منصات تداول تُصنّف في فئتين أساسيتين: **السوق المحكومة بالعرض والطلب** أو **السوق المحكومة بالتسعير**.

• تعتمد منصات التداول المحكومة بالتسعير على صانعي السوق لتحديد السعر الثنائي/المزدوج أو أسعار البيع والشراء بصورة متواصلة أثناء ساعات التداول في أوراق مالية معينة، بغض النظر عن الظروف السائدة في السوق. ويُحقّق صناع السوق الربح أو العائد عن طريق هذا الفارق بين سعر البيع وسعر الشراء (هامش الربح). • يفضّل كثير من العاملين في الأسواق المالية هذه الأنظمة على استخدام الأنظمة الإلكترونية التي يحركها العرض والطلب، لأنهم يرون أنها توفر سيولة للسوق ما كانت لتتوافر لها لولا ذلك. • تُعدّ بورصة ناسداك (NASDAQ) مثالاً على منصات التداول التي يحركها التسعير.	الأسواق المحكومة بالتسعير (quote-driven markets)
• السوق المحكومة بالعرض والطلب سوقٌ تستخدم إما سجل أوامر إلكترونيّاً - مثل نظام خدمة التداول الإلكتروني في بورصة لندن (SETS) (عملية مزاد علني) كما في منصة التداول في بورصة نيويورك، وذلك للمطابقة بين البائعين والمشتريين. • في كلتا الحالتين، تحصل المطابقة بين البائعين والمشتريين وفق ترتيبٍ زمنيٍّ صارمٍ بحسب السعر وكمية الأسهم المتداولة، من دون الحاجة إلى صناع السوق.	الأسواق المحكومة بالعرض والطلب (order-driven markets)

تعمل معظم البورصات بواسطة أنظمة تداول محكومة بالعرض والطلب. ولفهم آلية عملها سننظر إلى النقاط الآتية:

- في الأنظمة المحكومة بالعرض والطلب، تُدخل الشركات الأعضاء في البورصة (مثل المصارف الاستثمارية والوسطاء) أوامر البيع أو الشراء عبر منصات التداول الإلكترونية. وقد تكون هذه الأوامر للشركات الأعضاء ذاتها أو أوامر تنفذها الشركة لصالح عملائها.
- تعمل هذه الأنظمة ببساطة عن طريق إضافة هذه الأوامر إما إلى قائمة عمليات الشراء أو البيع أو عبر تنفيذها على الفور. ويكون المستثمر الذي يضع أوامره في قائمة- البيع أو الشراء - مستعداً للانتظار حتى يحصل على السعر الذي يرغب به.
- أما الراغب في التنفيذ الفوري للأوامر، فيتاجر مع أفضل صفقة متاحة في قائمة المشتريين (إذا كان يرغب في البيع) أو في قائمة البائعين (إذا كان يرغب بالشراء).

بالنسبة للسهم العالي السيولة، يوجد عادة سجل أوامر "عميق" - أي الكثير من الأوامر على قائمة الانتظار الخاصة بعمليات البيع والشراء. وفيما يلي مثالاً عن شاشة سجل الأوامر من نظام خدمة التداول:



المصدر: مجموعة سوق لندن للأوراق المالية

حقوق الملكية/الأسهم

لشرح كيفية عمل سجل الأوامر، قد تبدو مقدمة قائمتي الأسهم كما يلي:

الأوراق المالية لشركة ABC			
قائمة البيع		قائمة الشراء	
أدنى سعر يتم البيع عنده		أعلى سعر يتم الشراء عنده	
١,٢٥	٣,٥٠٠ سهم	١,٢٤	٧,٠٠٠ سهم
١,٢٦	١,٩٨٤ سهم (٢)	١,٢٣	٥,١٥٠ سهم
١,٢٦	٧٥,٣٩٧ سهم (٢)	١,٢٢	١٩,٢٥٠ سهم (١)
١,٢٧	١٧,٣٠٠ سهم	١,٢٢	٤٤,٠٠٠ سهم (١)

تتحدد الأولوية في قائمتي البيع أو الشراء على أساس السعر ثم الزمن. وبالتالي، بالنسبة للأوامر المُسَعَّرة بالسعر ذاته والمُشار إليها بالرقم (١) في الجدول، من المفترض أنَّ أمر شراء ١٩,٢٥٠ سهم قد وُضع قبل أمر شراء ٤٤,٠٠٠ سهم - وهذا ما يُفسَّر موقعه أعلى القائمة. وينطبق المبدأ ذاته أيضاً على الأوامر المُشار إليها بالرقم (٢) في الجدول، فمن المفترض أن أمر بيع ١,٩٨٤ سهم قد وُضع قبل أمر بيع ٧٥,٣٩٧ سهم.

وبدلاً من التداول في سوق للأوراق المالية في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية، يمكن إجراء الصفقات عن طريق منصات التداول المتعددة الأطراف (Multilateral Trading Facilities) التي ظهرت لتشكّل منافساً قوياً لأسواق الأسهم التقليدية. ومن الأمثلة عليها: باتس يوروب (BATS Europe) وتركوايز (Turquoise) التي تملك فيها مجموعة سوق لندن للأوراق المالية حصة الأغلبية.

وبالإضافة إلى التداول في البورصة أو منصات التداول المتعددة الأطراف، يمكن أيضاً تنفيذ التداولات بمعزل عن البورصة ومباشرةً بين طرفي عملية التبادل. وتُعرف هذه العملية باسم التداول "خارج الأسواق الرسمية" (over- أو off-exchange the counter). وتُستخدم على سبيل المثال عندما يكون حجم الأمر الصادر عن إحدى المؤسسات الاستثمارية كبيراً للغاية بحيث لا يمكن تنفيذه في أسواق الأسهم الرسمية ويجب التفاوض على الصفقة مع المستثمرين المحتملين الآخرين.

٧- مؤشرات أسواق الأسهم

الهدف التعليمي

١١-١-٤ معرفة فئات المؤشرات الرئيسية لأسواق الأسهم العالمية واستخداماتها

تعتمد الأسواق في جميع أنحاء العالم على مؤشراً واحداً أو أكثر لأسعار أسهم الشركات المدرجة في الدولة. وتوفر هذه المؤشرات لمحة عن كيفية تقدم أسعار الأسهم عبر المجموعة الكاملة من الشركات المكوّنة للمؤشر. كما أنها توفر معياراً

للمستثمرين، مما يسمح لهم بتقييم ما إذا كانت محافظ الأسهم الخاصة بهم تتفوق في أدائها على السوق بشكل عام أم أنها ضعيفة الأداء.

صُمِّمت مؤشرات أسواق الأسهم في بادئ الأمر لتعطي انطباعاً عاماً فقط عن شعور المستثمرين في السوق، وبالتالي فإنها لم تُصمَّم على أسس علمية بحتة. إلا أنها أصبحت في السنوات الأخيرة تُشكِّل على أساس حساباتٍ علمية دقيقة في ظلّ التدقيق المتزايد في قياس الأداء والحاجة إلى مقاييس أكثر دقة لتحركات السوق نتيجة نمو المنتجات المرتبطة بالمؤشرات، وبذلك أصبحت عملية تشكيلها تتمتع بدرجة أكبر من الشفافية.

وتُستخدم معظم مؤشرات أسواق الأسهم للأغراض الأربعة الآتية:

- تعمل بمثابة مقياسٍ لأداء السوق: تقدِّم معظم المؤشرات سجلاً متكاملًا عن حركة أسعار الأسهم، ما يسهِّل تقييم اتجاهات السوق المستقبلية. فعند تمثيل تحركات الأسعار هذه في رسوم بيانية، فإنها قد تكتسب أهمية خاصة لدى المحللين الفنيين والمستثمرين الذين يتبعون استراتيجية الاستثمار في الاتجاه السائد في السوق؛ إذ تساعدهم في تحديد التوقيت المناسب لشراء الأوراق المالية أو بيعها، ويُشار إلى هذه المنهجية باسم "التوقيت الأمثل للاستثمار".
- تساعد في قياس الأداء: يمكن استخدام معظم المؤشرات بوصفها معايير لمقارنة الأداء عند الحكم على أداء المحفظة الاستثمارية.
- تعمل بمثابة الأساس الذي تبنى عليه الصناديق الاستثمارية المرتبطة بالمؤشرات وصناديق المؤشرات المتداولة في البورصة والمشتقات المالية المرتبطة بالمؤشرات وغيرها من الأدوات المالية المرتبطة بالمؤشرات.
- تدعم عمليات البحث التي تجريها إدارة المحفظة الاستثمارية وصنع القرار المتعلق بتوزيع الأصول في المحفظة.

وفضلاً عن النظر في معرفة السوق الذي يتعقّبه المؤشر، من المهم فهم كيفية حساب المؤشر. فالمؤشرات التي نشأت أولاً- مثل مؤشر داو جونز الصناعي- مُرَّجَّحة بالسعر، أي يُحتسب سعر كل سهم فقط من مكونات المؤشر عند حساب المؤشر. وهذا يعني أن الحجم النسبي للشركات المكوِّنة للمؤشر لا يُراعى عند حسابه، وأن حركة سعر أحد الأسهم يمكن أن تؤثر بشكلٍ غير متناسب مع حجمه في الأداء العام للمؤشر.

وبمرور الزمن، نشأت مؤشرات أوسع نطاقاً يتم حسابها على أساس مجموعة أكبر من الأسهم وتأخذ بعين الاعتبار القيمة السوقية (الرَّسْمَلَة) لكل سهم في المؤشر لتعطي إشارات أكثر دقة عن حركة السوق. ولا تزال عملية تطوير المؤشرات هذه مستمرة حتى يومنا هذا. وتخضع معظم المؤشرات التي تُرَجَّح بالقيمة السوقية لعملية تنقيح أخرى، حيث أصبحت تأخذ بالاعتبار عامل الرسملة الحرة (free-float capitalisation) للأسهم المطروحة في السوق (أي المتاحة للتداول) والمكوِّنة للمؤشر. ويهدف حساب المؤشر بهذه الطريقة (أي مع أخذ القيمة السوقية للأسهم في الاعتبار) إلى استثناء الأسهم التي يملكها كبار المستثمرين والحكومات التي لا تكون متاحة للتداول بسهولة.

ومن الأساليب البديلة لحساب المؤشر "منهجية الترجيح المتساوي"، حيث يُفترض وجود استثمار متساوٍ في كل سهم في المؤشر. وهذا يعني أن ارتفاع سعر سهم أي شركة مكوِّنة للمؤشر بنسبة مئوية معينة سيؤدي إلى تأثير مساوٍ على المؤشر وعلى أي شركة أخرى.

وهناك الآن أكثر من ٣,٠٠٠ مؤشر للأسهم حول العالم يغطي بعضها سوقاً واحداً، بينما يغطي بعضها الآخر منطقة معينة أو قطاع محدّد أو مجموعة من الأسواق. في ما يلي بعض المؤشرات الرئيسية التي تنصّدر عناوين الأخبار في الصحف المالية:

حقوق الملكية/الأسهم

المنطقة	الدولة	اسم المؤشر	نوع المؤشر
أمريكا	الولايات المتحدة	مؤشر داو جونز (DJIA) - يقدم مؤشر داو جونز الصناعي مقياساً محدوداً لسوق الأسهم في الولايات المتحدة	المرجحة بالسعر
		مؤشر ناسداك المركب (NASDAQ) - يركز هذا المؤشر على الأسهم المتداولة في بورصة ناسداك، بما يشمل العديد من شركات التكنولوجيا	القيمة السوقية
		مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ (إس آند بي ٥٠٠ S&P٥٠٠) - يوفر المؤشر مقياساً شامل لسوق الأسهم في الولايات المتحدة	القيمة السوقية
أوروبا	المملكة المتحدة	مؤشر فوتسي ١٠٠ (FTSE ١٠٠) - وهو مؤشر لأكثر ١٠٠ شركة	القيمة السوقية
	فرنسا	مؤشر كاك ٤٠ (CAC ٤٠) - يشكل هذا المؤشر مقياساً لأداء أسهم أكبر ٤٠ شركة مدرجة تعتبر من أكثر الشركات تداولاً في بورصة يورونكست باريس.	القيمة السوقية
	ألمانيا	مؤشر داكس (Xetra DAX) - يقيس أداء أكبر ٣٠ شركة ألمانية تتداول في بورصة فرانكفورت للأوراق المالية	القيمة السوقية
	الصين	مؤشر بورصة شنغهاي شنزن المركب (SSE) - يعكس الاداء الشامل للشركات المدرجة في بورصة شنغهاي وتشمل الأسهم المدرجة في بورصة ناسداك الصيني لشركات التكنولوجيا	القيمة السوقية
آسيا والمحيط الهادئ		مؤشر بورصة شنغهاي شنزن ٣٠٠ (CSI) - يعكس أداء أكبر ٣٠٠ سهم من الأسهم A المدرجة في بورصتي شنغهاي شنزن.	القيمة السوقية
	هونغ كونغ	مؤشر هانغ سنغ (Hang Seng) - يمثل مقياساً لأكبر الشركات التي تتداول في بورصة هونغ كونغ، ويغطي ما يقرب من ٦٥٪ من إجمالي رأس مالها السوقي.	القيمة السوقية
	اليابان	مؤشر نيكاي ٢٢٥ (Nikkei ٢٢٥) - يشمل أفضل ٢٢٥ شركة يابانية مدرجة في القسم الأول من بورصة طوكيو للأوراق المالية.	المرجحة بالسعر

٨- أنظمة التسوية

الهدف التعليمي

١٣-١-٤ معرفة طرق امتلاك الأسهم والمصطلحات ذات الصلة: الأسهم الاسمية والأسهم لحاملها؛ تجميد الأسهم واستخدام القيود الرقمية

١٤-١-٤ فهم دور الطرف النظير المركزي في عمليات المقاصة والتسوية

١٥-١-٤ معرفة آليات التسوية: المشاركون؛ العملية؛ دورات التسوية

١-٨ طرق امتلاك الأسهم

تصدر الأسهم إما على هيئة أسهم اسمية أو أسهم لحاملها.

في حالة الأسهم الاسمية، يظهر اسم المستثمر في سجل أسهم الشركة، وغالباً ما تصدر الشركة وثيقة تثبت ملكية الأسهم. لكن كثيراً من الشركات التي تصدر أسهماً اسمية توقفت عن إصدار مثل هذه الوثائق.

بدلاً من امتلاك أسهم اسمية، يمكن للمستثمر امتلاك أسهم لحاملها. وكما توحى هذه التسمية، فإن الشخص الذي يمتلك أي "حامل" - سند ملكية الأسهم يكون مالكة. وتنتقل الملكية بانتقال الوثيقة إلى المالك الجديد. إن امتلاك الأسهم بهذه الصيغة ينطوي على مستوى إضافي من المخاطرة؛ لأن فقدان الوثيقة قد يعني خسارة مالكة لاستثماره. ونتيجة لذلك، يُعد امتلاك الأسهم لحاملها أمراً نادراً نسبياً، لا سيما في المملكة المتحدة. بالإضافة إلى ذلك، لا تحبذ السلطات التنظيمية امتلاك المستثمرين أسهماً لحاملها؛ لأنها توفر فرصاً مؤقتة للعاملين في غسل الأموال. ومن ثم، يجري تجميد هذه الوثائق عادةً لدى شركات للإيداع والحفظ مثل يوروكلير (Euroclear)، أو لدى دوائر حفظ السجلات الرسمية المحلية.

لا بد من توافر آلية لتحديث السجل عندما يبيع مساهم بعضاً من أسهمه أو كلها، بحيث يضاف إليه اسم المشتري ويجري تنفيذ نقل ملكية الأسهم وتحويل ثمنها إلى البائع. وهذا ضروري لتسوية المعاملة - ومن هنا، يشار إلى هذه العملية بمصطلح التسوية.

فيما مضى، كان كل مساهم يحمل أيضاً وثيقة ورقية تثبت ملكية الأسهم التي يمتلكها. وعندما تباع الأسهم، كان البائع يرسل سند ملكية الأسهم مرفقاً باستمارة نقل الملكية، التي تتضمن معلومات مفصلة عن المالك الجديد، إلى أمين سجل الشركة. وعند تسلّم هذه المستندات، يشطب أمين السجل اسم البائع في السجل ويضيف اسم المشتري. ومن ثم يُصدر أمين السجل وثيقة جديدة باسم المشتري. وجرت العادة أن يشار إلى هذه العملية باسم "التسوية المؤقتة" لأن استكمال الصفقة كان يتطلب إصدار سند ملكية جديد. إن هذا النمط من التسوية معقد وغير فاعل، وقد اتجهت معظم الأسواق اليوم نحو الاحتفاظ بسجلات الملكية لدى جهة مركزية وحيدة لإيداع الأوراق المالية وحفظها، مع إجراء نقل الملكية إلكترونياً.

٢-٨ المقاصة والأطراف النظيرة المركزية

المقاصة هي عملية يجري عبرها تحديد التزامات كل من المشتري والبائع في صفقة، مع المصادقة عليها قانونياً ورسمياً. وبعبارة بسيطة، يحدّد هذا الإجراء ما الذي يتوقع كل من الطرفين المشاركين في الصفقة الحصول عليه عند تسويتها. ويحدد

حقوق الملكية/الأسهم

أيضاً الالتزامات التي ينبغي على كلٍ منهما الوفاء بها، من حيث تسليم الأوراق المالية أو البديل النقدي، لكي تجري تسوية الصفقة بنجاح.

على وجه التحديد، تجري عملية المقاصة وفق الخطوات الآتية:

- تسجيل المعلومات الأساسية المتعلقة بالصفقة بحيث يتاح للطرفين الاتفاق على شروطها.
- المصادقة رسمياً على الالتزام القانوني بين الطرفين.
- المطابقة وتأكيد التفاصيل المتعلقة بالصفقة.
- الاتفاق على إجراءات تسوية الصفقة.
- حساب الالتزامات المترتبة على التسوية، وإرسال أوامر التسوية إلى كلٍ من الوسطاء وأمناء الحفظ ومراكز الإيداع والحفظ المركزية (Central Securities Depository CSD).
- إدارة الهامش وطلبات تغطية الهامش. (يتعلق الهامش بمبلغ الضمان الذي يودعه الطرفان لدى وكيل المقاصة ضماناً لمركزيهما الاستثماريين لتغطية مخاطر التخلف عن الدفع لحين استكمال عملية التسوية).

يجوز أن تحدث مقاصة الصفقات وتسويتها بين الطرفين النظيرين مباشرة دون وسيط- تُعرف هذه العملية باسم التسوية الثنائية الأطراف. وفي هذه الحالة، يكون كلا الطرفين معرضاً لمخاطر ائتمان مباشرة ناتجة عن احتمال تخلف الطرف الآخر الذي يتداول معه عن الدفع. ومن ثم، يتحمل كلاهما مسؤولية مباشرة في العادة عن أي خسائر يمكن أن تنتج بسبب تخلف الطرف الآخر عن الوفاء بالتزاماته.

بدلاً من ذلك، يمكن مقاصة الصفقات بواسطة طرف نظير مركزي (Central Counterparty CCP)، حيث يتوسط الطرف النظير المركزي بين الطرفين في الصفقة، فيتصرف بصفة مشترٍ بالنسبة لكلٍ بائع وبصفة بائع بالنسبة لكلٍ مشترٍ. وبالنتيجة، يتعامل البائع والمشتري مع الطرف النظير المركزي، ويظل كلٌ منهما مجهول الهوية بالنسبة للطرف الآخر. يُشار إلى هذه العملية بمصطلح "تبديل الطرف النظير" (novation).

تتجه الهيئات التنظيمية على نحو متزايد إلى تشجيع المستثمرين على استخدام الأطراف النظيرة المركزية (CCPs) عند التداول في مجموعة واسعة من المنتجات المالية. وفي حين أن هذا لا يلغي نهائياً مخاطر تخلف المؤسسات عن الوفاء بالتزاماتها، إلا أنه يؤدي إلى مشاركة هذه المخاطر بين جميع الأطراف المعنية، ويُسهّل أيضاً مراقبة هذه المخاطر وإخضاعها للقوانين التنظيمية تدريجياً. فالأدوات الرقابية التي يستخدمها أي طرف نظير مركزي لمراقبة المخاطر توفر فعلياً نظام إنذار مبكر يحذر الهيئات التنظيمية للقطاع المالي من المخاطر الوشيكة، كما تُعد أداة مهمة في إطار الجهود المبذولة لاحتواء هذه المخاطر ضمن حدود معقولة بحيث يمكن إدارتها.

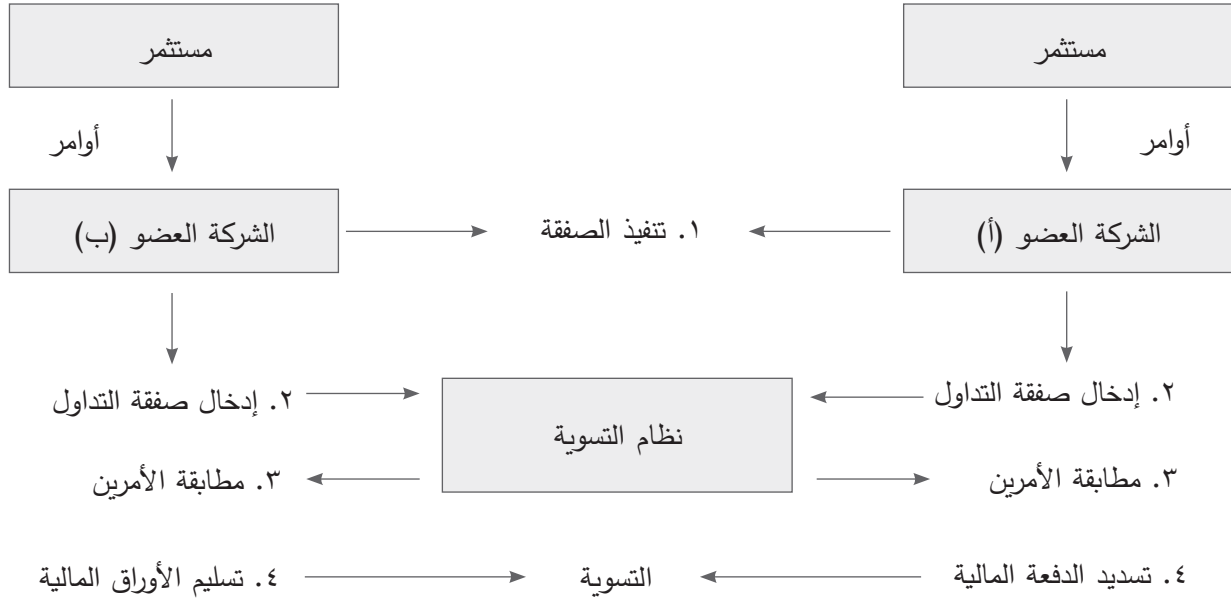
لقد أصبحت خدمات الطرف النظير المركزي متوافرة اليوم في سلسلة من الأسواق بهدف تخفيف التعرض لهذه المخاطر. فعلى سبيل المثال، توفر مجموعة إل سي إتش كليرنت للمقاصة (LCH.Clearnet) خدمات الطرف النظير المركزي في المملكة المتحدة، فيما توفر بورصة يورونكست (Euronext) الخدمات نفسها للأسواق الأوروبية التي تتداول في الأسهم والمشتقات المالية ومنتجات الطاقة.

٣-٨ التسوية

التسوية هي المرحلة النهائية من عملية التداول، والآلية المتعارف عليها عموماً في إنجازها تُسمى التسليم مقابل الدفع (Delivery versus Payment DvP) التي تتطلب مبادلة الأوراق المالية والنقد في آن واحد.

تُستخدم الأنظمة الإلكترونية لتحقيق ذلك عن طريق عملية تُعرف باسم "تحويل الأسهم إلى قيود رقمية"، وتتطوي على تغيير السجلات الإلكترونية للملكية عوضاً عن إصدار شهادات أسهم جديدة.

وتختلف عملية التسوية من دولة إلى أخرى، لكنّ الرسم البياني الآتي يوضّح المبادئ العامّة لكيفية إدخال عملية بيع الأسهم بين طرفين في سوق أسهم رسمية ومطابقتها وتسويتها.



1. يضع المستثمرون أوامر البيع أو الشراء لدى وسيط عضو في سوق الأسهم، ويقوم هذا الوسيط بتنفيذ الأمر باستخدام نظام التداول الخاص بالبورصة.
2. حالما يتم تنفيذ الصفقة، يُدخل الوسيط تفاصيلها في نظام التسوية، أو تُرسل هذه التفاصيل تلقائياً من نظام التداول.
3. يتحقّق نظام التسوية من التوافق بين أمرَي التداول. فإذا توافق الأمران، تجري مطابقتها معاً وتصبح الصفقة جاهزة للتسوية في يوم التسوية المحدّد.
4. بحلول يوم التسوية المحدد، تُودع عوائد عمليّة التداول في حساب البائع وتُسلّم الأوراق الماليّة إلى المشتري.

تحصل عملية التسوية متى تمّت المطابقة بين أوامر التداول وبحلول تاريخ التسوية المحدّد، بشرط أن يملك البائع السهم ويملك المشتري النقود لدفع ثمنه. ويُعدّ تاريخ التسوية جزءاً من دورة تسوية تأخذ شكلاً موحّداً لكل سوق. ففي أسواق الأسهم الأوروبية مثلاً، تُسوّى عمليّات التداول خلال يومي عمل من تاريخ تنفيذ الصفقة (T+2)؛ فإذا نُفّذت الصفقة يوم الاثنين مثلاً، تجري تسويتها بحلول يوم الأربعاء.

أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحة الأجوبة بالعودة إلى الفقرة ذي العلاقة:

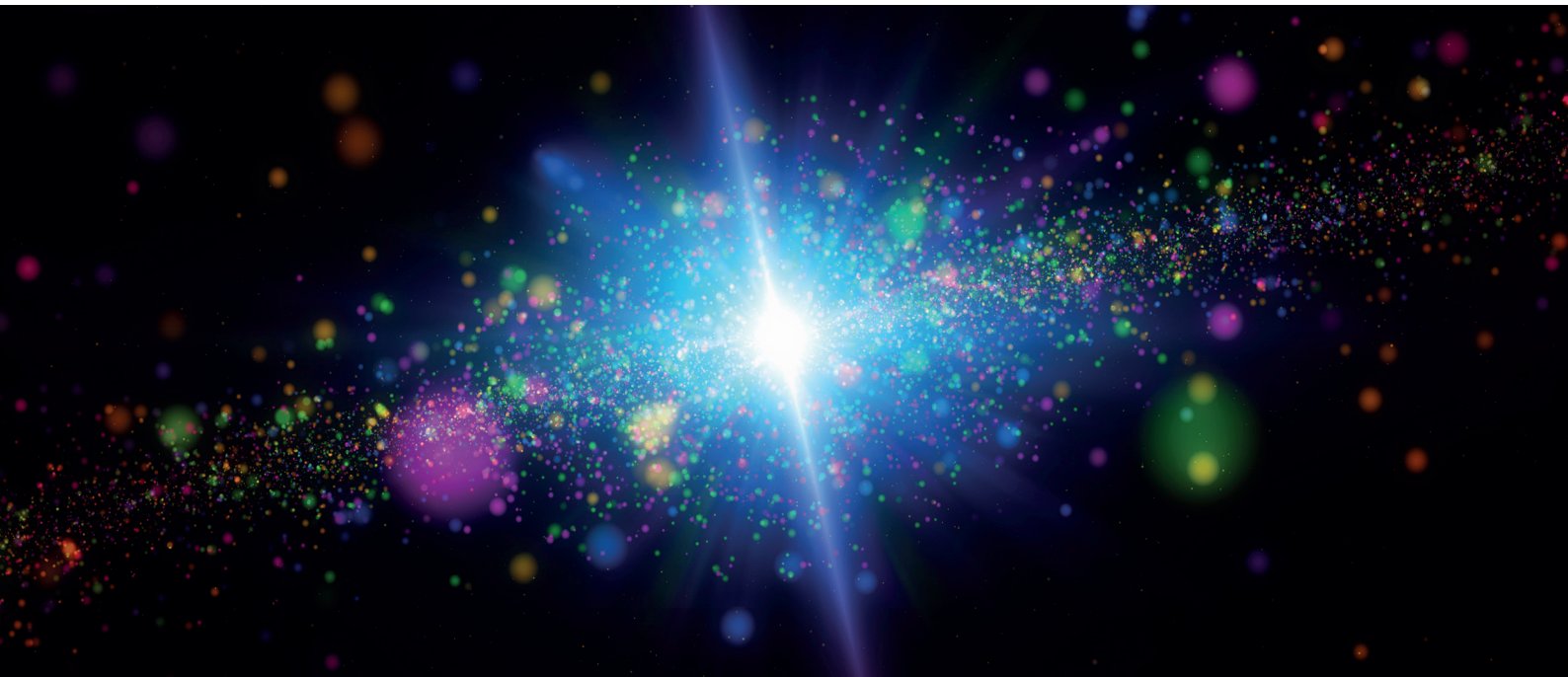
١. ما خصائص الأسهم الممتازة المُجمّعة للأرباح؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-١
٢. كيف تفسّر امتلاك إحدى الشركات عائد توزيعات أرباح أسهم أعلى من المعدّل المتوسّط؟
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٣-١
٣. ما المصطلح الذي يُستخدَم لوصف قيام أحد حملة الأسهم بتعيين شخصٍ آخر للتصويت نيابةً عنه في جمعية الشركة؟
مرجع الإجابة: الفقرتان ١-٣-٥ و ٢-٣
٤. ما الخيارات المُتاحة لأحد المستثمرين في شركة عند إصدارها حقوق الأولوية؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-١-٣
٥. ماذا تسمّي قرار مجلس الإدارة الذي يحصل بموجبه المستثمر على أسهم إضافية من دون تسديد أي دفعة مالية؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٤-١-٣
٦. ما السمة الرئيسية لنظام التداول المحكوم بالعرض والطلب؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٦
٧. ما وظيفة مؤشر سوق الأوراق المالية؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٧
٨. بأي سوق يرتبط مؤشر كاك ٤٠ (CAC40)؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٧
٩. ما المقصود بالتسليم مُقابل الدفع (DvP)؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٨

الفصل الخامس

السندات

٩٢	١ . مقدمة
٩٢	٢ . خصائص السندات
٩٨	٣ . السندات الحكومية
١٠٢	٤ . السندات التجارية
١٠٦	٥ . الأوراق المالية المضمونة بالأصول
١٠٩	٦ . السندات الدولية
١١٠	٧ . عوائد السندات

يتضمن هذا الفصل قرابة ٧ أسئلة من أصل ٥٠ سؤالاً من أسئلة الاختبار



١ - مُقدِّمة

على الرغم من أن السندات لا تجذبُ اهتمام وسائل الإعلام كما هي الحال مع الأسهم، غير أنَّ سوق السندات هو الأضخم بين الاثنين من حيث قيمة الاستثمارات العالمية. وكما جاء في الفصل الأول من هذا الكتاب، قاربت قيمة مجموع السندات التي لم يحن موعد استحقاقها بعد على مستوى العالم ١٢٠ تريليون دولار أمريكي، بالمقارنة مع القيمة السوقية لسوق الأسهم التي بلغت ما يقارب ١٠٩ تريليون دولار فقط. والجدير ذكره أنَّ الفارق بينهما يتقلَّص تدريجياً، ويرجع ذلك في المقام الأول إلى الإصدارات الكبيرة من السندات الحكومية منذ الأزمة المالية العالمية.

وتنقسم السندات مناصفةً تقريباً بين السندات الحكومية، والسندات التجارية. تصدر الأولى عن الحكومات الوطنية والوكالات العالمية مثل بنك الاستثمار الأوروبي والبنك الدولي، أما الثانية فتصدر عن الشركات مثل المصارف الكبرى والشركات التجارية الأخرى الكبيرة المدرجة في البورصات.

٢ - خصائص السندات

١-٢ تعريف السند

الهدف التعليمي

١-١-٥ فهم خصائص السندات والمصطلحات المرتبطة بها: الفائدة؛ تاريخ الاستحقاق أو الاسترداد؛ القيمة الاسمية؛ العوائد

السند ببساطة عبارة عن قرض.

إذا احتاجت إحدى الشركات أو الحكومات إلى المال لتمويل استثماراتها، يمكنها أن تلجأ إلى المصارف لاقتراض المال الذي تحتاجه أو يمكنها عوضاً عن ذلك إصدار سندٍ لتمويل احتياجاتها عن طريق الاقتراض من المستثمرين عامّة.

يشترى المستثمرون هذه السندات لقاء وعدٍ من الجهة المصدرة بإعادة سداد قيمة القرض في موعدٍ محدّد في المستقبل، بالإضافة إلى سلسلة من دفعات الفائدة الدورية (عادةً). ويُشار إلى السندات عموماً بأسماء أخرى منها: **سندات القروض** أو ديون الشركة أو الأوراق المالية ذات الفوائد الثابتة (في حالة السندات التي تعود على المستثمر بدخل منتظم ثابت).

وتتميّز السندات عن معظم أنواع الديون الأخرى بأنها قابلة للتداول، حيثُ يمكن للمستثمرين شراء السندات أو بيعها من دون الرجوع إلى الجهة التي أصدرت السند أصلاً.

وعلى الرغم من توافر مجموعة متنوعة من السندات، إلا أنها تتشارك كلها بخصائص مشتركة يُمكن الاطِّلاع عليها في المثال الآتي عن أحد السندات الحكومية الأمريكية - ١,٨٧٥٪ سندات خزانة في عام ٢٠٤١.

القيمة الاسمية ^١	نوع السند ^٢	سعر الفائدة (القسيمة) ^٣	تاريخ الاسترداد ^٤	السعر ^٥	القيمة ^٦
١٠,٠٠٠ دولار أمريكي	سند خزانة	١,٨٧٥ %	٢٠٤١	٩٦,١٨ دولاراً أمريكياً	٩,٦١٨ دولاراً أمريكياً

لنفترض أن مستثمراً اشترى أحد سندات الخزانة الأمريكية بقيمة ١٠,٠٠٠ دولار أمريكي وسعر فائدة بنسبة ١,٨٧٥ % يستحق في العام ٢٠٤١، كما هو مبين في الجدول أعلاه.

وفي ما يأتي شرحٌ للمصطلحات المستخدمة في الجدول:

- القيمة الاسمية:** قيمة السندات المُشترَاة، ويجب عدم الخلط بينها وبين المبلغ المستثمر أو تكلفة الشراء. فالقيمة الاسمية هي المبلغ الذي تُحتسب الفائدة على أساسه والقيمة التي ستدفعها الجهة التي أصدرت السند إلى حامله في نهاية المطاف. وتُعرف أيضاً بالقيمة "الأصلية" (Face Value أو Par Value).
- نوع السند:** الاسم الذي يُعطى للتعريف عن نوع الورقة المالية والجهة المُقرضة، وهي الحكومة الأمريكية في هذه الحالة. وسنرى لاحقاً أن مصطلح "سند الخزينة" يشير إلى السندات الحكومية التي تصدر عن الحكومة الأمريكية بأجل طويلة نسبياً. لكن هذا المصطلح يُستخدم أيضاً لوصف السندات الصادرة عن عدّة حكومات أخرى.
- سعر الفائدة (القسيمة):** الفائدة التي تُدفع سنوياً على السند، ويُعبّر عنها بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند. تُسَدّد الجهة المصدرة للسند الفائدة إلى حامل السند. وتُسعر السندات بسعر فائدة إجمالي (يشمل الضريبة) وتُسَدّد المبلغ عادةً على دفعتين مُتساويتين كل ستة أشهر. وتُحسب الفائدة السنوية عن طريق ناتج ضرب القيمة الاسمية للسند في الفائدة. وفي هذه الحالة، تضرب ١٠,٠٠٠ دولار في ١,٨٧٥ %.
- تاريخ الاسترداد:** التاريخ الذي تنتهي فيه صلاحية الإصدار ويقوم المقترض بإعادة سداد المبلغ المقترض لجهة الإقراض. ويجري سداد أصل القرض بالتزامن مع سداد دفعة الفائدة الأخيرة. وتُسَدّد إلى حامل السند مبلغ يعادل القيمة الاسمية للسند، أي ١٠,٠٠٠ دولار أمريكي في مثالنا هنا. ويُعرف تاريخ الاسترداد أيضاً باسم "تاريخ الاستحقاق".
- السعر:** يمكن تداول هذا السند بحرية في أي وقت في سوق نيو يورك للأوراق المالية (NYSE)، وهو مسعر عند ٩٦,١٨ دولاراً أمريكياً في مثالنا هذا. وقد جرت العادة في أسواق السندات على تحديد السعر لكل ١٠٠ دولار أمريكي من القيمة الاسمية للسند. ففي المثال أعلاه، تم تحديد السعر عند ٩٦,١٨ دولاراً أمريكياً، بمعنى أن كل سند مُشترى بقيمة اسمية تبلغ ١٠٠ دولار أمريكي سيكلف ٩٦,١٨ دولاراً أمريكياً قبل إضافة أي تكاليف للوساطة (ملاحظة: استخدمنا سعراً معتاداً في مثالنا هذا).
- القيمة:** تُحسب قيمة السند بضرب القيمة الاسمية للسهم بالسعر الحالي (تحديد السعر لكل ١٠٠ دولار أمريكي من القيمة الاسمية للسند)، وبالتالي فإن قيمة الحيازة في السوق تبلغ ٩,٦١٨ دولاراً أمريكياً - أي القيمة الاسمية لمبلغ ١٠,٠٠٠ دولار مضروباً في السعر ٩٦,١٨ جنيهاً إسترلينياً.

٢-٢ مزايا الاستثمار في السندات وعيوبه والمخاطر المرتبطة به

الهدف التعليمي

١-٤-٥ معرفة مزايا الاستثمار في مختلف أنواع السندات وعيوبه المحتملة

تُعَدّ السندات من الفئات الأساسية للأصول المالية وبذلك فإنها تؤدي دوراً مهماً في غالبية محافظ الاستثمار.

١-٢-٢ المزايا

من أهم مزايا الاستثمار في السندات:

- تدفّق مُنْتَظَم ومضمون للدّخل في حال السندات ذات العائد الثابت
- تاريخ استحقاق ثابت بالنسبة لمعظم السندات (غير أنّ بعض السندات ليس لها تاريخ استرداد محدّد وبعضها الآخر يمكن أن تُسَدّد في واحدٍ من تاريخين محدّدين أو في المدة الواقعة بينهما- وذلك بناءً على رغبة المستثمر في بعض الأحيان أو الجهة المُصدّرة في أحيان أخرى)
- مجموعة متنوعة من عوائد الدخل التي تُلائم مجموعة واسعة من الاستثمارات والقوانين الضريبية المختلفة
- ضمان رأس المال نسبياً عند الاستثمار في السندات المُصنّفة تصنيفاً ائتمانياً عالياً.

٢-٢-٢ العيوب

تتمثّل العيوب الرئيسية للاستثمار في السندات في ما يأتي:

- تتأثّر القيمة الحقيقية لتدفقات الدخل سلباً بالتضخم (إلا في حالة السندات المرتبطة بالمؤشرات)
- هناك مخاطر متعلقة بالاستثمار في السندات (راجع الفقرة ٢-٢-٣).

٣-٢-٢ المخاطر

هناك عدد من المخاطر المرتبطة بالاستثمار في السندات، وقد تطرّقنا إلى بعضها في ما سبق.

تحمل السندات عموماً مخاطر التخلف عن السداد أو مخاطر التعثر (إذ قد تتوقّف الشركة المُصدّرة للسند عن مزاولة نشاطها التجاري أو قد تُعلن إفلاسها و/أو أنها لن تسدّد رأس المال بحلول تاريخ الاستحقاق) إلى جانب مخاطر تغيّر السعر.

وقد ساد في الماضي الاعتقاد القائل إنّ السندات الحكومية عُرضةً لمخاطر تقلّب السعر فقط، إذ إن احتمال أن تتخلف حكومة عن دفع الفائدة (القسيمة) أو إعادة سداد القيمة الاسمية للسندات محدود أو مستبعد.

لكن الاضطراب الذي وقع مؤخراً في أسواق السندات الحكومية عقب الأزمة المالية الأخيرة نجم عن مخاوف من احتمال تعثر بعض الحكومات الأوروبية وتخلّفها عن الوفاء بالتزاماتها سواء بتسديد قيمة أصل السندات التي أصدرتها أو عوائدها. ونتيجةً لذلك، انخفضت أسعار سندات هذه الدول بشكل ملحوظ. وما بداية الارتفاع الحاصل في أسعار الفائدة عموماً في الآونة الأخيرة سوى مؤشر على نهاية حقبة تفوّق السندات في الأداء التي استمرت منذ تسعينيات القرن الماضي. وبذلك

أصبحت مخاطر تغير أسعار الفائدة اليوم محطّ اهتمام المستثمرين في ظلّ الحاجة إلى تعديل أسعار السندات لتتكيف مع بيئة جديدة تشهد ارتفاعاً مستمراً في أسعار الفائدة.

وتحظى مخاطر تقلّب السعر (أو مخاطر السوق) باهتمام كبير من حملة السندات المعرضين لمخاطر تأثير تقلّبات أسعار الفائدة بصورة عامة، إذ قد يؤثر ذلك بشكل ملحوظ في قيمة ممتلكاتهم.

في ما يلي مثالان لتوضيح ذلك:

مثال

تبلغ أسعار الفائدة ٥٪ تقريباً، وقد أصدرت الحكومة سنداً بسعر فائدة قدره ٥٪. وبعد مرور ثلاثة أشهر، تضاعفت أسعار الفائدة لتصل إلى ١٠٪.

ماذا سيحصل لقيمة السند في هذه الحالة؟

الإجابة: ستخفّض قيمة السند انخفاضاً كبيراً لأنّ سعر الفائدة البالغ ٥٪ يفقد جاذبيته لدى المستثمرين. وبالتالي سينخفض سعر السند عند إعادة بيعه للتعويض ولجعل المردود المرتبط بالسند أكثر جاذبية للمستثمرين.

مثال

تبلغ أسعار الفائدة ٥٪ تقريباً، وقد أصدرت الحكومة سنداً بسعر فائدة قدره ٥٪. ثمّ انخفضت أسعار الفائدة إلى ٢,٥٪.

ماذا سيحصل لقيمة السند في هذه الحالة؟

الإجابة: سوف ترتفع قيمة السند ارتفاعاً كبيراً لأنّ سعر الفائدة البالغ ٥٪ يُعدّ جذاباً كثيراً للمستثمرين. يؤدي ذلك إلى ارتفاع سعر السند عند إعادة بيعه للتعويض وخفض المردود المرتبط بالسند إلى مستويات أكثر واقعية.

نستنتج من المثالين السابقين وجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة في السوق وأسعار السندات:

- إذا ارتفعت أسعار الفائدة في السوق، تنخفض أسعار السندات.
- إذا انخفضت أسعار الفائدة في السوق، ترتفع أسعار السندات.

طالما بقي معدّل الفائدة الذي تسدّده الحكومة على السند قريباً من سعر الفائدة في السوق، تبقى مخاطر حدوث تفاوت كبير بين قيمة السعر عند بيعه وسعر الشراء محدودة، أي أنّ السند الحكومي لا يتعرّض لمخاطر تقلّب السعر أو مخاطر السوق إلا في حال وجود تفاوت ملحوظ بين سعر الفائدة على السند وأسعار الفائدة السائدة في السوق.

وفي ما يأتي نستعرض بعض أنواع المخاطر الأخرى ذات الصلة بالاستثمار في السندات:

- **مخاطر الاسترداد المُبكر للسند:** احتمال أن تمارس الجهة المُصدرة حقّها في استرداد السند قبل موعد استحقاقه (إذا كان السند قابلاً للاسترداد المُبكر (راجع الفقرة ٤-١-٢)).
- **مخاطر أولوية السداد:** يرتبط هذا بالأولوية عند تصنيف ديون الشركات في حال تصفية الشركة المصدرة للسند. ويحصل هذا إذا استدانّت الشركات من مصادر متعدّدة وبطرق مختلفة وكان لسداد هذه الديون أولوية على السندات.
- **مخاطر التضخم:** مخاطر ارتفاع معدل التضخم على نحو غير متوقّع، ما يؤدي إلى تناقص القيمة الحقيقيّة لسعر فائدة (قسمة) السند ودفعه الاستحقاق النهائي.
- **مخاطر التسييل:** يُقصد بالتسييل مدى سهولة تحويل الورقة المالية إلى نقد، حيث يكون بيع بعض السندات بسعر مقبول في السوق أكثر سهولة من غيرها.
- **مخاطر تغيّر سعر الصرف:** السندات المُسجّرة بعملة مختلفة عن العملة المحليّة لبلد المُستثمر تكون معرّضة لمخاطر تقلّب أسعار الصرف.

٣-٢ وكالات التصنيف الائتماني

الهدف التعليمي

٣-٤-٥ فهم دور وكالات التصنيف الائتماني والفارق بين الدرجات الاستثمارية وغير الاستثمارية

يمكن تقييم مخاطر الائتمان، أي احتمال تخلف الجهة المُصدرة للسند عن سداد التزاماتها المالية، ومقدار الخسائر الناجمة عن ذلك بالرجوع إلى التصنيفات الائتمانية المستقلة التي تُمنح لمعظم إصدارات السندات.

هناك أكثر من ٧٠ وكالة تصنيف ائتماني في العالم، وتختلف الوكالات التي تحتل مكانة مرموقة بينها من دولة إلى أخرى، لكنّ أشهر ثلاث وكالات للتصنيف الائتماني في العالم هي:

- ستاندرد آند بورز (S&P)
- موديز (Moody's)
- وكالة فيتش (Fitch).

ويوضّح الجدول الآتي التصنيفات الائتمانية التي تنشرها هذه الوكالات الثلاث.

التصنيفات الائتمانية للسندات				
مخاطر الائتمان	موديز	ستاندرد آند بورز	وكالة فيتش	
الدرجة الاستثمارية				
الممتازة	Aaa	AAA	AAA	
ذات الجودة العالية	Aa	AA	AA	قوية جداً
الدرجة فوق المتوسطة	A	A	A	قوية
الدرجة المتوسطة	Baa	BBB	BBB	
الدرجة غير الاستثمارية				
الدرجة دون المتوسطة	Ba	BB	BB	مخاطرة نسبية
الدرجة المنخفضة	B	B	B	مخاطرة عالية
الردئية	Caa	CCC	CCC	قد تتخلف عن السداد
الأعلى مخاطرة	C	CC	CC	
لم تُسدد أي فائدة ولم تعلن الإفلاس بعد	C	D	C	
مُتَعَبِّرة مالياً (مُتَخَلِّفة عن الدفع)	C	D	D	

تزيد وكالتا ستاندرد آند بورز وفيتش تصنيفاتهما الائتمانية تفصيلاً عن طريق إضافة إشارة موجب (+) أو سالب (-) إلى تصنيفاتهما الائتمانية للدلالة على الوضع النسبي للسند ضمن الفئة الموجودة فيها، أما موديز فتضيف أرقام ١ أو ٢ أو ٣.

وكما نرى من الجدول، يمكن تقسيم إصدارات السندات الخاضعة للتصنيفات الائتمانية إلى فئتين رئيسيتين، وهما: السندات من الدرجة الاستثمارية والسندات التي لا ترقى إلى تصنيف استثماري وتُدعى السندات من الدرجة غير الاستثمارية أو قد يُشار إليها بالسندات العالية المخاطر. كما يُطلق على هذه الأخيرة أحياناً مصطلح السندات ذات العوائد المرتفعة أو السندات المحفوفة بالمخاطر أو السندات الردئية "Junk Bonds". وتُوفّر السندات من الدرجة الاستثمارية للمستثمر مقداراً عالياً من السيولة واليقين بسداد الفوائد وأصل السند. (كما تجدر الإشارة إلى أن وكالات التصنيف الائتماني لا تستخدم هذه المصطلحات في الواقع، لكنها شائعة الاستخدام في أوساط العاملين في أسواق المال). وتُوفّر إصدارات السندات من الدرجة الاستثمارية للمستثمر أكبر قدر ممكن من السيولة واليقين بسداد الفوائد وأصل السند عند الاستحقاق.

تحصل القلة القليلة من المنظّمات، باستثناء الوكالات العابرة للحدود الوطنية وبعض الحكومات في أوروبا، على التصنيف الممتاز، غير أن معظم الشركات الكبرى تتمتع بتصنيف ضمن فئات الدرجة الاستثمارية لإصداراتها من السندات.

يجري تقييم السندات ومنحها تصنيفاً ائتمانياً عند إصدارها لأول مرة، ومن ثمّ تعاد عملية التقييم إذا تغيرت الظروف، فإما أن يرتفع تصنيف السند أو ينخفض، وهذا يؤثّر على سعره.

٣- السندات الحكومية

الهدف التعليمي

١-٢-٥ فهم تعريف السندات الحكومية وخصائصها: الأنواع؛ الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، والصين، وفرنسا وألمانيا واليابان

تُصدر الحكومات السندات بغرض تمويل مشاريعها الاستثمارية وإنفاقها ولسدّ الفجوة بين إنفاقها الفعلي ومواردها من جمع الضرائب ومصادر الدخل الأخرى. ويزداد احتمال إصدار السندات الحكومية عندما تكون إيرادات الضرائب أقل بكثير من الإنفاق الحكومي.

وتُعَدّ الحكومات الأوروبية من كبار المقترضين، لذا فإنّ حجم إصداراتها من السندات الحكومية كبيرٌ للغاية، ويمثّل جزءاً رئيسياً من المحفظة الاستثمارية لكثير من المؤسسات الاستثمارية (مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين).

وسنستعرضُ بإيجاز في الفقرة الآتية بعض مزايا أسواق السندات الحكومية الأكثر تداولاً.

١-٣ الولايات المتحدة

يُعَدّ سوق السندات الحكومية الأمريكية أكبر أسواق السندات في العالم وأكثرها سيولة على الإطلاق. ويشار إلى السندات الحكومية الأمريكية عموماً باسم سندات الخزنة. وتُصنّف ضمن أربع فئات رئيسية قابلة للتداول هي: أذون الخزنة وسندات الخزنة المتوسطة الأجل وسندات الخزنة الطويلة الأجل والأوراق المالية المحمية من أثر التضخم.

- **أذون الخزنة (Treasury Bills):** أداة من أدوات سوق النقد تُستخدم لتمويل احتياجات الحكومة للاقتراض على المدى القصير. وتتمتع هذه الأذون بآجال استحقاق تقلّ عن سنة واحدة وتكون عادة ٢٨ يوماً أو ٩١ يوماً أو ١٨٢ يوماً. ولهذه الأدوات المالية أسعار فائدة صفرية، ولذلك لا تُدفع عليها أي فائدة. وعوضاً عن ذلك، فإنها تصدرُ بخسم على قيمتها عند الاستحقاق. وبمجرّد صدورهما، فإنها تُتداول في الأسواق الثانوية وتُسعر على أساس نسبة العائد حتى الاستحقاق.
- **سندات الخزنة المتوسطة الأجل (Treasury Notes):** سندات حكومية تقليدية ذات سعر فائدة (قسمة) ثابتة وتاريخ استحقاق محدّد. وتتراوح آجال استحقاقها بين ما لا يقلّ عن عام واحد وما لا يتجاوز العشرة أعوام منذ تاريخ إصدارها. وعادةً ما تصدر بأجل استحقاق يمتد إلى عامين أو خمسة أعوام أو عشرة أعوام.
- **سندات الخزنة الطويلة الأجل (Treasury Bonds):** سندات حكومية تقليدية أيضاً، لكنّ أجل استحقاقها يزيد على عشرة أعوام منذ تاريخ إصدارها، وتصدّر معظمها بأجل استحقاق مدته ٣٠ عاماً.
- **سندات الخزنة المحمية من التضخم:** سندات مرتبطة بمؤشر ويشار إليها اختصاراً بـ (TIPS). وتُعدّل القيمة الأساسية للسند بانتظام استناداً إلى التحركات في مؤشر أسعار المستهلك (CPI) من أجل مراعاة تأثير التضخم. وتُسدّد دفعات الفائدة على السند كل سبعة أشهر. وبخلاف السندات البريطانية المماثلة لهذا الإصدار، يبقى سعر فائدة السند (القسمة) ثابتاً لكنه يُحتسب على أساس القيمة الأصلية المُتغيرة للورقة المالية.

كما يجري تداول السندات المفصولة STRIPS (التداول المنفصل للفوائد (أو القسائم) عن أصل السند) استناداً إلى العناصر المفصولة لكل من سندات الخزنة المتوسطة والطويلة الأجل وتلك المحمية من التضخم، حيث يُقسّم السند إلى التدفقات النقدية المكونة له- أي كل دفعة من دفعات الفائدة بالإضافة إلى أصل السند. ومن ثم يُتداول كلّ منها على أنه سند بفائدة صفرية (ZCB).

تجري تسوية سندات الخزنة الأمريكية في اليوم التالي، وما زال إصدار هذه السندات في هيئة قيد دفترى مستمراً منذ العام ١٩٨٦- أي أن إدخال السند في سجل السندات ونقل القيود لا يحدثان إلا إلكترونياً، ولا تصدر أي شهادات مادية أو ملموسة للسندات. وتُدفع الفائدة على هذه السندات كل ستة أشهر (على أساس نصف سنوي).

بالإضافة إلى ذلك، تُصدر الوكالات الفدرالية والحكومات المحلية في الولايات المتحدة الأمريكية السندات أيضاً. ومن أضخم الجهات المُصدرة للسندات في الولايات المتحدة الأمريكية مؤسستا فاني ماي (Fannie Mae) وفريدي ماك (Freddie Mac) اللتان تُصدران السندات لدعم نشاطهما في ميدان الرهن العقاري.

كما تُصدر الولايات والمدن والمقاطعات والكيانات الحكومية الأخرى سندات حكومية محلية لجمع التمويل اللازم لبناء المدارس وشق الطرق السريعة وتشديد المستشفيات وتوفير أنظمة الصرف الصحي إلى جانب الكثير من المشاريع الأخرى. وعادةً ما تُدفع الفائدة على هذه السندات كل ستة أشهر، ويُعفى الكثير منها من الضرائب الفدرالية والمحلية على السواء.

٢-٣ المملكة المتحدة

تُعرف السندات الحكومية في المملكة المتحدة باسم السندات المضمونة "Gilts" [حرفياً: السندات ذات الحواف المذهبة]. ويرجع أصل التسمية إلى السندات التي كانت تصدر في الماضي وكانت لها حواف مُذهبة. وتصدر السندات البريطانية باسم الحكومة عن طريق مكتب إدارة الديون (Debt Management Office).

والسندات الحكومية التقليدية أدوات مالية بسعر فائدة ثابت وتاريخ استحقاق وحيد، كما في المثال الآتي: سند خزنة مضمون بنسبة ١٢٩،٠٪ يستحق في العام ٢٠٢٩. ويمثل هذا النوع من السندات غالبية السندات الصادرة عن الحكومة البريطانية.

أما النوع الرئيسي الآخر للسندات البريطانية فهي السندات المرتبطة بالمؤشرات. وهي سندات يرتفع فيها كُُل من سعر الفائدة ودفعة الاستحقاق بما يتناسب مع مستوى التضخم على مدار حياة السند. وهذا النوع من السندات يشبه سندات الخزنة الأمريكية المحمية من التضخم.

وإلى جانب تصنيف السندات البريطانية بحسب نوعها، من الشائع أيضاً أن تُصنّف على أساس عدد السنوات المُتبقية حتى تاريخ الاسترداد (الاستحقاق). وبذلك تُصنّف السندات الحكومية البريطانية على النحو الآتي:

- ٠ - ٣ سنوات مُتبقية: قصيرة الأجل جداً
- ٣ - ٧ سنوات مُتبقية: قصيرة الأجل
- ٧ - ١٥ سنة مُتبقية: مُتوسطة الأجل
- ١٥ سنة وما فوق مُتبقية: طويلة الأجل.

وفي العام ٢٠٠٥، أصدر مكتب إدارة الديون للمرة الأولى منذ تأسيسه سندات حكومية جديدة بتاريخ استحقاق بلغت ٥٠ عاماً من تاريخ إصدار السند. وعلى الرغم من أن هذه السندات تقع ضمن فئة ١٥ عاماً وما فوق، كثيراً ما يُشار إليها بالسندات البريطانية المضمونة "الطويلة الأجل جداً".

وتجري تسوية السندات المضمونة المتداولة في اليوم التالي. وتحصل التسوية إلكترونياً، ويجري نقل ملكية السندات بحسب التسلسل في القيود الدفترية. وتُدفع الفائدة على هذه السندات كل ستة أشهر.

٣-٣ ألمانيا

هناك ثلاث فئات رئيسية للسندات الحكومية الألمانية، وهي: السندات الحكومية طويلة الأجل (Bunds) وأذون الخزانة (Schatz) والسندات الاتحادية (Bobs)، حيث تصدر أذون الخزانة الألمانية بأجل تبلغ عامين، بينما تصدر السندات الاتحادية بأجل استحقاق مدتها خمسة أعوام.

وتصدر السندات الحكومية الألمانية طويلة الأجل عادةً بأجل استحقاق تتراوح بين ثمانية أعوام وثلاثين عاماً، إلا أن أجل استحقاقها الأكثر شيوعاً يبلغ عشر سنوات. ويُعدّ سوق هذه السندات الحكومية ضخماً نسبياً وعالي السيولة. كما يُنظر إلى عوائدها على أنها المعيار المرجعي للحكم على عوائد السندات الأوروبية الأخرى.

تحصل تسوية أيّ تداول في السوق المحلية بعد يومي عمل من تاريخ التداول (T+2)، وكذلك تحصل تسوية التداولات الدولية في سوق السندات الخارجية (سندات اليوروبوند)، أي تحصل تسويتها بعد يومي عمل من تاريخ التداول أيضاً. وتتم عمليات التسوية كلها بصورة إلكترونية بحسب التسلسل في القيود الدفترية. وتُدفع الفوائد على السندات الحكومية الألمانية مرة واحدة سنوياً.

٣-٤ الصين

لدى الصين ثالث أكبر سوق سندات في العالم. واعتباراً من عام ٢٠١٩، تم إدراج السندات المحلية للدولة في مؤشر بلومبرج باركليز العالمي المركب، والذي يستخدمه مديرو المحافظ في جميع أنحاء العالم كمقياس مرجعي. يقترح خبراء السوق أنه بعد عملية الإدراج في هذا المؤشر، وفي غضون وقت قصير سيكون لدى الصين ثاني أكبر سوق للسندات في العالم.

- يتم إصدار السندات الحكومية السيادية من قبل وزارة المالية ويكون لها آجال استحقاق تتراوح عادة بين ثلاثة أشهر و٥٠ عاماً.
- السندات المصرفية السياسية هي سندات شبه سيادية صادرة عن بنك التنمية الصيني، وبنك التنمية الزراعية الصيني، وبنك التصدير والاستيراد الصيني. وفي العادة يكون لها آجال استحقاق تتراوح بين ستة أشهر و٥٠ عاماً وتحمل عوائد أعلى قليلاً من السندات الحكومية.
- القطاع الرئيسي الثالث في السوق هو سندات الحكومات المحلية التي تصدرها الحكومات الإقليمية والحكومات المحلية، والتي تتراوح عادة بين سنة وعشر سنوات. ويظهر ذلك فارقاً أكبر على أساس جودة الائتمان لدى الجهة المصدرة ووضعها المالي.

٣-٥ اليابان

يُعدّ سوق السندات الحكومية اليابانية واحداً من أكبر الأسواق في العالم، ويُشار غالباً إلى سندات برمز مختصر هو JGBs.

تُصنّف السندات الحكومية اليابانية في سبّ فئات:

- السندات القصيرة الأجل
- السندات المتوسطة الأجل
- السندات طويلة الأجل
- السندات طويلة الأجل للغاية
- سندات المستثمرين الأفراد
- السندات المرتبطة بمؤشرات التضخم

يبلغ أجل استحقاق السندات الحكومية اليابانية القصيرة الأجل إما ستة أشهر أو عاماً واجداً، وتصدر على هيئة سندات صفرية (بدون فائدة)؛ أي تصدر بخصم على قيمتها الاسمية، ولا تدفع عليها أي فوائد وتدفع بقيمتها الاسمية عند الاستحقاق.

وتتوافر السندات الحكومية اليابانية بأجل استحقاق متنوعة. ويمكن تلخيص آجال استحقاق السندات التي تحمل فائدة (قسمة)، وتدفع عليها الفوائد كل ستة أشهر مع سداد أصل السند عند الاستحقاق، على النحو الآتي:

- السندات بسعر فائدة ثابت: ٢، ٥، ١٠، ٢٠، ٣٠، ٤٠ سنة
- السندات المرتبطة بمؤشرات التضخم: ١٠ سنوات
- السندات بسعر الفائدة العائم (المتغير): ١٥ سنة
- السندات الحكومية الصادرة للمستثمرين الأفراد: ٣، ٥، ١٠ سنوات.

وتعمل السندات المرتبطة بمؤشرات التضخم بطريقة مشابهة لسندات الخزنة الأمريكية المحمية من التضخم، أي يجري تعديل أصل السند وفقاً لمعدلات التضخم، وذلك بناءً على الحركات في مؤشر أسعار المستهلك. وتصدر هذه السندات بسعر فائدة (قسمة) ثابت، لكنه يحتسب على أساس أصل السند المعدل بحسب التضخم.

لا يتم إدراج جميع السندات في البورصة، وتتم معظم التداولات خارج الأسواق الرسمية. وتختلف التسوية وفقاً لنوع التداولات، إذ أصبحت تسوية السندات الحكومية اليابانية تجري خلال يوم عمل واحد من تاريخ التداول (T+1) اعتباراً من النصف الأول من العام ٢٠١٨، والسندات التجارية خلال يومي عمل من تاريخ التداول (T+2) اعتباراً من يوليو ٢٠١٩.

٦-٣ إصدارات السوق الأولية

تصدر السندات الحكومية عادةً عن طريق وكالات تابعة لوزارة المالية في الدولة المعنية.

مثال

يتولى مكتب إدارة الديون (Debt Management Office) في المملكة المتحدة إدارة الإصدارات الجديدة من السندات الحكومية، ويُعدّ الوكالة التي تعمل نيابةً عن وزارة الخزانة البريطانية.

تصدر السندات عادةً في مزاد علني، حيث يتقدم كبار المستثمرين (مثل المصارف وصناديق التقاعد وشركات التأمين) بعروض شراء تنافسية. وغالباً ما يقدم هؤلاء بعروض للحصول على إصدارات تبلغ قيمتها ملايين الجنيهات.

وتتراوح قيمة الإصدار عادةً بين النصف والملياري جنيه إسترليني. ويقبل مكتب إدارة الديون عروض المشاركين المستعدين للشراء بأعلى سعر على الإطلاق.

وبإمكان المستثمرين الأصغر حجماً تقديم عروض غير تنافسية. وفي هذه الحالة، يجب أن يكون المستثمر حائزاً على عضوية ما يسمى "مجموعة المستثمرين المعتمدين" [بالإنجليزية: Approved Group of Investors] وأن يخضع لتحريات دقيقة تتعلق بمكافحة غسل الأموال.

ويستطيع المشاركون في العروض غير التنافسية تقديم عروض لا تزيد عن ٥٠٠ ألف جنيه إسترليني، وعلى صاحب الطلب تسديد مبلغ يعادل متوسط الأسعار التي يسددها أصحاب العروض التنافسية.

(المصدر: مكتب إدارة الديون في المملكة المتحدة)

أما الجهات المُصدِّرة للسندات الحكومية الواردة أعلاه فهي:

- الولايات المتحدة: مكتب الخدمة المالية
- المملكة المتحدة: مكتب إدارة الديون
- ألمانيا: وزارة المالية الفدرالية
- الصين: وزارة المالية
- اليابان: وزارة المالية

٤ - السندات التجارية

الهدف التعليمي

١-٣-٥ معرفة فئات السندات الآتية وخصائصها: السندات المحلية؛ السندات الأجنبية؛ السندات الخارجية (سندات اليوروبوند)؛ الأوراق المالية المضمونة بالأصول وتشمل السندات المغطاة؛ السندات الصفرية (بدون فائدة)، والسندات القابلة للتحويل/ السندات الممتازة.

السندات التجارية، كما توجي التسمية، هي سندات صادرة عن الشركات.

يُستَخدم هذا المصطلح للحديث عن أدوات الدين طويلة الأجل التي يزيد أجل استحقاقها على ١٢ شهراً. أما مصطلح الأوراق التجارية، فيُستَخدم لوصف الأدوات ذات آجال الاستحقاق الأقصر (راجع الفصل الثالث، الفقرة ٣-١-٢). وتجدر الإشارة إلى أن الشركات ذات التصنيفات الائتمانية المرتفعة وحدها فقط تستطيع إصدار سندات بآجال استحقاق تتجاوز ١٠ سنوات بتكلفة معقولة.

تُدرج معظم السندات التجارية في أسواق الأوراق المالية، لكن معظم عمليات التداول في الدول المتطورة تحدث خارج الأسواق الرسمية - أي مباشرة بين الأطراف المعنية.

١-٤ خصائص السندات التجارية

هناك مجموعة متنوعة من السندات التجارية، ويمكن التمييز بينها عن طريق النظر إلى بعض خصائصها الرئيسية مثل:

- الضمان
- وشروط الاسترداد.

١-١-٤ ضمان السند

حين تسعى شركة ما إلى الحصول على المال بواسطة إصدار السندات، ينبغي عليها توفير نوع من "الضمان" للمستثمر بحيث يضمن استرداد ثمن السند. ويشير مصطلح "ضمان" هنا إلى حق الحجز على أصول الجهة المُصدِّرة للسند (مثل

ممتلكات الشركة أو أوراقها المالية). فإذا تخلفت الشركة عن السداد، يحقّ لحملة السندات المطالبة بحقوقهم من أصول الشركة قبل الدائنين الآخرين (وبالتالي يمكن القول إن استثماراتهم أكثر أماناً في ظل وجود الضمان). وقد يأخذ الضمان في بعض الحالات هيئة ضماناتٍ من طرف ثالث؛ فقد يتعهد أحد المصارف بسداد حقوق حملة السندات في حال تخلف الجهة المُصدرة عن السداد على سبيل المثال.

وكما ارتفع الضمان على السند، انخفضت تكلفة الاقتراض.

وقد يكون الضمان على هيئة رهن ثابت أو مُتغيّر (عائم). فالضمان الثابت (أو المُحدّد) ينطوي على رهن أصولٍ محدّدة- كأحد مباني الشركة- ضماناً للقرض. أمّا الرهن المتغيّر، فيُقدّر به تقديم الموجودات العامّة للشركة ضماناً للقرض؛ وقد تشمل هذه على المبالغ النقدية المُودعة في المصارف أو الحسابات المدينة أو المخزونات.

٤-١-٢ شروط الاستحقاق أو الاسترداد

قد يتضمّن السند التجاري في بعض الحالات شرط استرداد، بحيث يمنح الجهة المُصدرة للسند خيار إعادة شراء الإصدار كله أو جزء منه قبل موعد استحقاقه.

ويُعدّ شرط الاسترداد جذاباً للجهة المُصدرة لأنه يمنحها خيار إعادة تمويل السند- أي استبداله بسندٍ آخر ذي سعر فائدة أقل- عندما تنخفض أسعار الفائدة إلى مستوى أدنى من سعر الفائدة (القسيمة) الحالي على السند. لكنه من ناحية أخرى يُعدّ أحد العيوب التي يواجهها المستثمر. وغالباً ما يدفع هذا الشرط المستثمرين إلى المطالبة بعائد أكبر تعويضاً عن قبولهم بتحمّل هذه المخاطر.

وقد تتخذ شروط الاسترداد أنواعاً مُتعدّدة، فقد ينصّ أحد الشروط على حقّ الجهة المُصدرة في استرداد مبلغ مُحدّد في مواعيد دورية. ويُعرّف ذلك باسم متطلّبات صندوق إطفاء الدين (Sinking fund).

كما قد تتضمّن بعض السندات شرط البيع، الأمر الذي يمنح حامل السندات الحقّ في مطالبة الجهة المُصدرة للسند بالاسترداد المُبكر، إما في موعد مُحدّد أو في المدة الواقعة بين تاريخين محدّدين. فيزيد ذلك من جاذبيّة السند للمستثمرين، كما يمكن أن يزيد من فرص بيع إصدار السند في المقام الأول. غير أنّ ذلك يؤدي إلى زيادة المخاطر التي تتحملها الجهة المُصدرة التي قد تضطر إلى سداد القرض في أوقاتٍ غير ملائمة لها.

٤-٢ فئات السندات التجارية

هناك مجموعة كبيرة ومتنوّعة من السندات التي تصدر عن الشركات وتُداول في الأسواق، وسنتطرّق إلى أهم أنواعها في ما يأتي.

٤-٢-١ السندات المتوسّطة الأجل (MTNs)

السندات المتوسّطة الأجل هي السندات التجارية بأجل استحقاق تتراوح عادةً بين تسعة أشهر وخمسة أعوام، على الرغم من أنّ هذا المصطلح ينطبق أيضاً على الأدوات المالية التي يصل أجل استحقاقها إلى ٣٠ عاماً. ويظهر الفارق الرئيسي بين السندات المتوسّطة الأجل وأدوات الدين الأخرى في كونها تُعرض على المستثمرين بصورةٍ مستمرة على مدار مدة زمنية معينة عن طريق أحد وكلاء الجهة المُصدرة، عوضاً عن طرحها في إصدار واحدٍ كبير مضمون.

ونشأ هذا النوع من الأسواق في الولايات المُتحدة لسدّ فجوة التمويل بين الأوراق التجارية والسندات الطويلة الأجل.

ومن الأمثلة على السندات المتوسطة الأجل، السند الصادر عن مجموعة المتاجر الكبرى في المملكة المتحدة "تيسكو". وكجزء من برنامج تمويل أكبر، أصدرت في عام ١٩٩٩ شريحة قدرها ٢٠٠ مليون جنيه إسترليني من الأوراق النقدية المقومة بالإسترليني بنسبة ٦٪ والتي يمكن سدادها في عام ٢٠٢٩.

ويتضمن هذا السند مثلاً على شرط البيع. فهو ينص على أنه إذا حدث إعادة هيكلة (وفي هذا المثال، إذا كان يحق لأي شخص الحصول على أكثر من ٥٠٪ من حقوق التصويت في الشركة)، وأدى ذلك إلى خفض التصنيف، فيمكن لحاملي السندات توجيه إشعار إلى تيسكو ومطالبتها باسترداد السند بالقيمة الاسمية المعادلة لأي فائدة مستحقة.

٤-٢-٢ السندات بسعر الفائدة الثابت

تطرقنا في الفقرات السابقة إلى الخصائص الرئيسية للسندات بسعر الفائدة الثابت. ولهذه السندات بصورة عامة أسعار فائدة (قسمة) ثابتة تدفع كل ستة أشهر أو كل سنة، وتحدد مواعيد استحقاقها مسبقاً.

٤-٢-٣ السندات بسعر الفائدة العائم (المتغير)

السندات بسعر الفائدة المتغيرة (Floating Rate Notes) عبارة عن سندات ذات أسعار فائدة متغيرة.

يرتبط سعر الفائدة بسعر معياري، مثل سعر فائدة التمويل الليلي المضمون (SOFR) في الولايات المتحدة ومعدل التمويل الآمن لليلة واحدة (SONIA) في المملكة المتحدة. ويُعد هذان المؤشران بديلين لمؤشر الليبور LIBOR، وغالباً ما يستخدمان الآن كأساس للتدفقات النقدية للأدوات المالية، بما في ذلك السندات بسعر الفائدة المتغيرة.

تعود السندات ذات العائد المتغير على المستثمر بأقساط فائدة محددة تعادل السعر المعياري بالإضافة إلى هامش ربح أو فارق معلّن عنه.

٤-٢-٤ السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

تصدر الشركات السندات القابلة للتحويل بحيث تمنح المستثمر الذي يحملها فرصة الاختيار بين أحد الخيارين المحتملين:

- إما استلام أقساط الفائدة ببساطة ومن ثم الحصول على أصل السند عند حلول موعد الاستحقاق.
- أو تحويل السند إلى عدد محدد مسبقاً من الأسهم العادية في الشركة المُصدرة في موعدٍ مُحدد أو عند مجموعة من المواعيد المحددة قبل حلول موعد استحقاق السند.

تشهد السندات القابلة للتحويل إقبالاً لدى المستثمرين للأسباب الآتية:

- في حال ازدهار أعمال الشركة، سترتفع أسعار أسهمها، وإذا ارتفعت أسعار أسهم الشركة على نحو كافٍ، فقد يحقق المستثمر أرباحاً رأسمالية عبر تحويل السندات إلى أسهم.

- في حال لم تحقق الشركة نجاحاً ملحوظاً، يحتفظ المستثمر بالسند وبذلك فإنه يستلم أقساط الفائدة، كما يحتفظ بأفضلية تحصيل ديونه قبل حملة الأسهم في حال إفلاس الشركة. وتجدر الإشارة إلى أنه في حال إفلاس الشركة وتعثُّرها المالي الشديد، قد لا يتمكن حامل السند من تحصيل ديونه ما لم يكن السند مضموناً، لكنَّ هذا الاحتمال يبقى طبعاً مستبعداً بالمقارنة مع احتمال خسارة حملة الأسهم لاستثماراتهم بالكامل.

أما بالنسبة للشركات، فالسندات القابلة للتحويل تُوفّر منفذاً للحصول على التمويل بسعرٍ منخفضٍ نسبياً. كذلك يعرض المستثمرون سعراً أعلى للحصول على هذه السندات نظراً لوجود احتمال تحقيق أرباح رأسمالية. لكن ينبغي ألا نتجاهل احتمال أن تتناقص قيمة حصص الأسهم الحاليين للشركة في حال قرّر حملة السندات القابلة للتحويل ممارسة حقهم في تحويل سنداتهم إلى أسهم.

٤-٢-٥ السندات الصفرية (بدون فائدة)

السندات الصفرية هي سندات بدون أي فائدة على السند. فكما رأينا سابقاً، "القسيمة" مُصطلحٌ بديل للفائدة المدفوعة على السند. والمثال الآتي يوضّح العوامل التي تجعل السند الصفري جذاباً للمستثمرين.

مثال

تخيّل أن إحدى الجهات المُصدِّرة للسندات عرضت عليك شراء سند يتمتّع بالخصائص الآتية:

- قيمته الاسميّة تبلغ ١٠٠ يورو
- صادر اليوم
- يُسَدَّد بقيمته الاسميّة (١٠٠ يورو) بعد خمس سنوات
- بدون فوائد

هل سترغب في شراء هذا السند؟

للهولة الأولى، قد يرفض أيّ شخص شراء سند بدون أي أقساط فائدة.

لكن إذا أمعنت التفكير في الأمر، ستجد أنّك غير ملزم بدفع القيمة الاسميّة للسند حالياً- ويمكن القول إنّ أي مستثمر عقلاني سيكون سعيداً بدفع مبلغ أقل من القيمة الاسميّة للسند، أي ٩٠ يورو مثلاً. فبفضل الفارق بين سعر الشراء (٩٠ يورو) والقيمة الاسميّة للسند (١٠٠ يورو) التي سيُعاد سدادها بعد خمس سنوات، يجني المستثمر عائداً قدره ١٠ يورو على مدار السنوات الخمس.

نستنتج من هذا المثال أن السندات الصفرية تصدر بخصم على القيمة الاسميّة للسند، وتُسَدَّر بقيمتها الاسميّة عند الاستحقاق. وهكذا يتمثّل العائد بأكمله في صورة أرباح رأسمالية بدلاً من الدخل المنتظم، ولذلك فإنّ لها معاملةً خاصة لأغراض ضريبية.

٥- الأوراق المالية المضمونة بالأصول (Asset-Backed Securities)

الهدف التعليمي

١-٣-٥ معرفة فئات السندات الآتية وخصائصها: السندات المحلية؛ السندات الأجنبية؛ السندات الخارجية (سندات اليوروبوند)؛ الأوراق المالية المضمونة بالأصول وتشمل السندات المغطاة؛ السندات الصفرية (بدون فائدة)، والسندات القابلة للتحويل/ السندات الممتازة.

١-٥ الأوراق المالية المضمونة بالأصول (Asset-Backed Securities ABS)

تتوافر مجموعة كبيرة من السندات التي تُداول تحت اسم "الأوراق المالية المضمونة بالأصول".

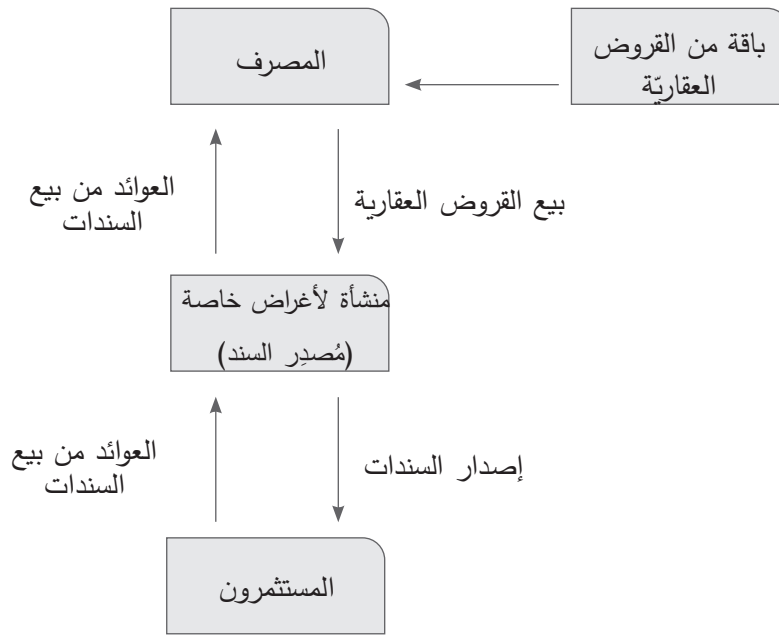
وهذه السندات عبارة عن باقة من الأوراق المالية المُجمَّعة معاً (bundled). وتُعرَّف بهذا الاسم نظراً لأنها أوراقٌ مالية قابلة للتسويق والتداول تنتج عن جمع باقة من الأصول غير القابلة للتداول في مجموعة واحدة.

تتراوح الأصول في هذه الباقة من قروض التمويل العقاري وديون بطاقات الائتمان إلى الحسابات المدبنة. وتُستأثر الأوراق المالية المضمونة بالرهون العقارية بالقسم الأكبر من هذه السوق، حيث اشتهرت على مستوى العالم نتيجة انهيار سوق الرهون العقارية العالية المخاطر في الولايات المتحدة.

تنشأ السندات المضمونة بالقروض العقارية عن طريق وضع مجموعة من القروض العقارية، ثم إصدار سندات مضمونة بهذه الأصول. وتُباع هذه السندات بعد ذلك للمستثمرين الذين يتلقون أقساطاً من الفوائد حتى يحين موعد استحقاق السند.

تُعرف طريقة إنشاء السندات بهذه الطريقة باسم التوريق (securitisation). وقد استُحدثت في الولايات المتحدة في العام ١٩٧٠ عندما أصدرت الحكومة لأول مرة شهادات الرهن العقاري، وهي عبارة عن ورقة مالية تُمَثِّل ملكية مجموعة من القروض العقارية. ونظراً لأنها صادرة عن هيئات حكومية، فقد حملت ضمانات لحملتها ومخاطرة أقل، وبذلك جذبت كثيراً من المستثمرين. وما لبثت هذه العملية أن انتشرت بين المصارف بغرض تمويل القروض العقارية الصادرة عنها، وحدث ذلك عموماً عن طريق إصدار سندات تُمَثِّل مجموعة من القروض العقارية ذات الجدارة الائتمانية العالية. وفي نهاية المطاف، ازداد إقبال المستثمرين على السندات ذات الجدارة الائتمانية المنخفضة والمردود المرتفع، وشرعت المصارف في إصدار سندات الرهن العقاري المضمونة بالقروض ذات الجدارة الائتمانية المنخفضة.

ويمكننا أن نفهم طريقة عمل التوريق بالنظر إلى مثال السندات المضمونة بالقروض العقارية، كما في الرسم البياني الآتي:



تُباع باقية الرهون العقارية التي قام المصرف بتجميعها لشركة جديدة أنشئت خصيصاً لهذا الغرض وتُعرف هذه الأخيرة بمصطلح: المنشأة لأغراض خاصة (SPV). وعندها تُصدر هذه الشركة سندات مضمونة بالقروض العقارية الأصلية، بالإضافة إلى نماذج مُتعددة من طرق التعزيز الائتماني مثل ضمانات من المصرف والتأمين والإفراط في الضمانات الاحتياطية.

ثم تقوم المنشأة لأغراض خاصة بإصدار مجموعة مُتنوعة من السندات للمستثمرين بحيث تكون لها مستويات متفاوتة من الضمان، ولكلٍ منها تصنيفه من إحدى وكالات التصنيف الائتماني. ويتلقى المصرف متحصلات البيع، التي يمكنه استخدامها لاحقاً لتمويل قروض أخرى، بينما يتلقى المستثمر سنداً مضموناً بالأصول وبالتعزيزات الائتمانية، ويحصل بموجبه على دفعات فوائد دورية حتى حلول تاريخ استحقاق السند.

وهكذا يمكننا تلخيص المزايا التي يكسبها المصرف من هذه العملية كالآتي:

- زيادة التمويل الكلي المُتوفّر للمصرف بسبب وصوله إلى أسواق المال عوضاً عن الاعتماد على الودائع التقليدية الموجودة بحوزته فقط.
- شطب الرهون العقارية من قائمة ميزانيته العمومية والتخفيف من المخاطر عبر إلقائها على عاتق مُقرضٍ آخر.
- تحسين مركز السيولة في المصرف، حيث قد يبلغ أجل استحقاق القرض العقاري ٢٥ عاماً ويحلّ إصدار التوريق محلّ التمويل الذي يمكن أن يتأتّى من ودائع يمكن سحبها من المصرف بإشعارٍ قصير.

أما من وجهة نظر المستثمر، فيمكن تلخيص المزايا المُكتسبة كما يأتي:

- الورقة المالية في هذه الحال مضمونة بالأصول وقابلة للتداول.
- ستوفّر القروض العقارية الأصلية ضمانات جيّدة إذا كانت مُنوعة بصورة جيدة ومُتكَافئة من حيث الجودة ومن حيث آجال استحقاقها وشروطها.
- تخفض التعزيزات الائتمانية من مخاطر الائتمان المرتبطة بالسندات المُورقة.

ومن أبرز المزايا التي تتمتع بها الأوراق المالية المضمونة بالأصول أنها تجمع بين مجموعة من الأصول المالية التي ليس من السهل تداولها في صورتها الأصلية. فبناءً محفظة كبيرة من تجميع هذه الأصول غير القابلة للتسييل يحولها إلى أوراق مالية يمكن بيعها بحرية في أسواق المال.

أما أبرز عيوبها، فقد ظهرت بوضوح أثناء أزمة الرهن العقاري. ففي الظروف العادية، توفر مجموعة الرهون العقارية ذات الجدارة الائتمانية العالية استثماراً قليل المخاطر بالنسبة لحملة السندات. أما أثناء أزمة الرهون العقارية، فقد قامت المصارف بإضافة قروض عقارية ذات جدارة ائتمانية منخفضة إلى باقية الرهون العقارية، ما عرض مستثمريها لمخاطر الانهيار الذي شهده سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية.

وقد نتج عن ذلك انهيار أسعار السندات وتكبُّد المصارف خسائر فادحة، لأن انهيار سوق العقارات أثر في سجلات الرهون العقارية الخاصة بها وبسبب الضمانات المُقدَّمة إلى المنشآت لأغراض خاصة. وكانت السندات قد بيعت إلى مستثمرين في أنحاء العالم، ممن تدهورت قيمة ملكيتهم من الأوراق المالية تدهوراً حاداً، بما في ذلك الكثير من الأوراق المالية التي حظيت بتصنيفات ائتمانية مرتفعة من وكالات التصنيف آنذاك.

٢-٥ السندات المغطاة (Covered Bonds)

السند المغطى هو نوع من أنواع السندات المدعومة بالأصول شائع الاستخدام في أوروبا.

تصدر هذه السندات عن المؤسسات المالية، وهي عبارة عن سندات شركات تكون مدعومة بالتدفقات النقدية لباقيّة من القروض العقارية أو قروض القطاع العام المجمعة معاً. حيث توفر باقية الأصول "غطاء" للقروض، ومن هنا جاءت تسمية "السند المغطى".

توجد أوجه شبه كبيرة بين هذه السندات والسندات المدعومة بالأصول، لكن الإطار التنظيمي للسندات المغطاة مصمّم بحيث تشكّل السندات التي تلتزم بتلك المتطلبات التنظيمية استثمارات آمنة إلى حدٍ كبير. أما أوجه الاختلاف الأساسية بينهما، فيمكن تلخيصها على النحو الآتي:

- تبقى السندات المغطاة في قائمة الميزانية العمومية للشركة التي أصدرتها.
- يجب أن توفر باقية الأصول التي تغطي السند ضمانات كافية لتغطية المطالبات بالاسترداد من قبل مالكي السندات طوال عمر السند المغطى.
- ينبغي أن يكون لمالكي السندات أولوية المطالبة باسترداد حقوقهم من باقية الأصول التي توفر غطاءً للسند في حالة إفلاس الشركة المُصدرة.

تشكّل السندات المغطاة جزءاً مهماً من تمويل أسواق القروض العقارية والقطاع العام في أوروبا، وتمثّل كذلك مصدراً حيوياً لتمويل البنوك عن طريق القروض لأجل. ويرى كثيرون أن ازدهار سوق السندات المغطاة ضروري لمستقبل القطاع المصرفي الأوروبي وقدرة الأفراد على تمويل القروض السكنية بسعر فائدة معقول.

٦- السندات الدولية

الهدف التعليمي

١-٣-٥ معرفة فئات السندات الآتية وخصائصها: السندات المحلية؛ السندات الأجنبية؛ السندات الخارجية (سندات اليوروبوند)؛ الأوراق المالية المضمونة بالأصول وتشمل السندات المغطاة؛ السندات الصفرية (بدون فائدة)، والسندات القابلة للتحويل/ السندات الممتازة.

سننظر في هذا القسم إلى الفئات الرئيسية للسندات الدولية التي تصدر عن الجهات المصدرة للسندات.

١-٦ السندات المحلية والسندات الأجنبية

تُصنّف السندات وفقاً للمناطق الجغرافية. فالسندات المحلية تصدر عن جهة إصدار محلية في السوق المحلية، كإصدار شركة بريطانية سندات مقومة بالجنيه الإسترليني وبيعها للمستثمرين في المملكة المتحدة.

بالمقابل، تصدر السندات الأجنبية عن كيان خارجي أو أجنبي في السوق المحلية لبلد ما، وتكون مقومة بالعملة المحلية لذلك البلد. ومن الأمثلة على السندات الأجنبية: إصدار شركة ألمانية سندات مقومة بالجنيه الإسترليني وبيعها للمستثمرين في المملكة المتحدة، أو إصدار شركة غير أمريكية سندات بالدولار الأمريكي في الولايات المتحدة.

٢-٦ السندات الخارجية (سندات اليوروبوند Eurobonds)

السندات الخارجية إصدارات كبيرة من السندات الدولية عن الحكومات والشركات الدولية غالباً.

نشأت سوق السندات الخارجية في أوائل سبعينيات القرن الماضي لإعادة تدوير الإيرادات الضخمة لمنظمة الدول المصدرة للنفط (الأوبك)، التي كانت تأتي بالدولار الأمريكي من مبيعات النفط في الشرق الأوسط في وقت كانت المؤسسات المالية الأمريكية خاضعة لسقف محدد على سعر الفائدة الذي يمكن دفعه على الودائع المقومة بالدولار. ومنذ ذلك الحين، نمت هذه السوق بسرعة كبيرة لتصبح الأكبر على الإطلاق بين أسواق الاستثمار الطويل الأجل في العالم، وذلك بفضل النمو المقابل في التجارة العالمية بل وحتى النمو الأضخم في تدفقات رؤوس الأموال الدولية، علماً بأن معظم نشاطات هذه السوق تتركز في مدينة لندن.

تتمثل العلامة الفارقة لإصدارات السندات الخارجية، التي تصدر غالباً في عددٍ من المراكز المالية في آنٍ معاً، في أنها تصدر بعملة تختلف عن العملة المتداولة في المركز المالي الذي يُصدرها. ومن الأمثلة على ذلك إصدار شركة ألمانية سندات مقومة بالدولار أو اليورو أو الجنيه الإسترليني وعرضها على المستثمرين اليابانيين.

لذا يُعدّ مصطلح اليوروبوند تسميةً مغلوبة نوعاً ما، لأن إصدارات هذه السندات والعملات التي تُقوّم بها لا تقتصر على تلك التي تُداول في المراكز المالية الأوروبية أو الدول الأوروبية.

وقد نشأ المقطع "يورو" في المصطلح "يوروبوند" ببساطة من الودائع المقومة بالدولار الأمريكي في الأسواق الأوروبية، وقد استخدم للإشارة إلى استثمارات الشركات الأمريكية في الأسواق الخارجية منذ ذلك الحين. وبالتالي يشير مصطلح إصدار سند يوروبوند بالجنيه الإسترليني [بالإنجليزية: euro sterling bond] إلى السندات المقومة بالجنيه الإسترليني الصادرة

خارج المملكة المتحدة، وإن لم يكن ذلك بالضرورة في أحد المراكز المالية الأوروبية. ولا تقدّم السندات الخارجية الصادرة عن الشركات غالباً أيّ ضمان لحملة السندات، لكنّها تكاد دوماً تحظى على تصنيف من وكالات التصنيف الائتماني.

ولحماية مصالح حملة السندات هؤلاء من أن تُصبح ثانوية، أو في مرتبة أدنى، مقارنةً بمصالح المستثمرين في أي إصدار سندات لاحق، تتعهد الشركة بالالتزام بشرط "تعهد سلبي" يمنعها من القيام بأي إصدار لاحق للسندات المضمونة أو إصدارات تمنح أولوية أكبر أو الحق في الحصول على أصول الشركة في حال تصفيتها، ما لم تقدّم ضماناتٍ من المستوى ذاته لحملة السندات الحاليين.

ويتميز سوق السندات الخارجية بعددٍ من المزايا مقارنةً بسوق السندات المحلية، ما يزيد جاذبيته للشركات الراغبة في زيادة رأس مالها، ونذكر من هذه المزايا:

- توفير خيارات مُتنوّعة من المنتجات المبتكرة التي تلائم الاحتياجات المختلفة والمتنوعة للجهات المُصدرة للسندات
- القدرة على الوصول إلى المُقرضين المحتملين على المستوى الدولي بدلاً من الاقتصار على الجهات المحلية فقط
- الحفاظ على سرية هوية المستثمرين لأنّها تصدر على هيئة سندات لحاملها
- أقساط فائدة إجمالية للمستثمرين
- انخفاض تكاليف التمويل نظراً لطبيعتها التنافسية وسيولتها العالية في السوق
- القدرة على إصدار السندات خلال مهلة قصيرة
- قلة عدد القوانين التنظيمية ومتطلبات الإفصاح.

وتصدر معظم السندات الخارجية على صورة سندات تقليدية (أي سندات تُدفع عليها فوائد دورية مع إعادة سداد الأصل عند الاستحقاق) بقيمة اسمية ثابتة وفائدة ثابتة وتاريخ استحقاق محدد. ومن الأنواع الشائعة الأخرى السندات بسعر الفائدة المتغيرة (Floating Rate Notes) والسندات الصفرية (ZCBs) والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات المزدوجة العملة- لكنها قد تتميز أيضاً بمجموعة واسعة من الخصائص المبتكرة الأخرى.

٧- عوائد السندات

الهدف التعليمي

٥-٤-٢ التمكن من حساب عائد السند الثابت

يُعدّ العائد مقياساً للإيرادات التي يكسبها المستثمر في السندات.

يعكس سعر الفائدة (القسيمة) مُعدّل الفائدة المُستحقّة السداد على القيمة الاسمية للسند (أو أصل السند). غير أنّ المستثمر قد يدفع مبلغاً مختلفاً لشراء السند. ومن هنا، تبرز الحاجة إلى طريقة لحساب الربح الحقيقي للسند. ويشار إلى هذا الربح، بوصفه نسبة مئوية من سعر التكلفة، بمصطلح "عائد" السند.

كما يشار إلى نسبة الفائدة المدفوعة على السند إلى سعره في السوق بمصطلح العائد "الثابت" أو "الجاري".

ولحساب العائد الثابت للسند، نقسم سعر الفائدة (القسيمة) السنوي على سعر السند ثم نضرب الناتج بـ ١٠٠ لنحصل على نسبة مئوية.

ويشير سعر السند عادةً إلى السعر المدفوع لشراء سند بقيمة اسمية تبلغ ١٠٠ دولار أو أي عملة أخرى يُتداول فيها السند.

مثال

بالعودة إلى المثال الوارد في الفقرة ٢-١ الذي يتناول سند الخزانة الأمريكية بسعر فائدة (قسيمة) نسبته ١,٨٧٥٪ وبتاريخ استحقاق يستدّ عند السند بقيمته الاسمية في العام ٢٠٤١، والذي يُقدّر سعره حالياً بمبلغ ٩٦,١٨ دولاراً، يكون العائد الثابت على السند:

$$1,875 \div 96,18 \times 100 = 1,95\%$$

لكن الفائدة المستحقة على السند ليست سوى جزء واحد فقط من إجمالي عوائده؛ فقد يحقّق المستثمر أرباحاً أو خسائر على رأس المال الذي استثمره في حال الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق.

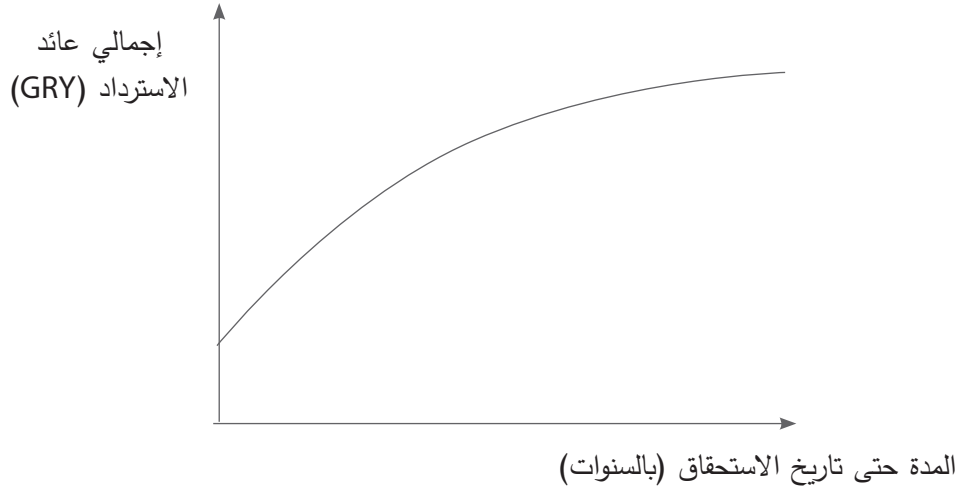
وبالعودة مجدداً إلى المثال السابق عن سند الخزانة الأمريكية، اشترى المستثمر السند مقابل ٩٦,١٨ دولاراً أمريكياً، لكنه لن يستلم سوى ١٠٠ دولار عند الاستحقاق في العام ٢٠٤١. وهكذا، إذا احتفظ المستثمر بالسند حتى وقت السداد، فإنّه سيحصل على عائد مميز من الفائدة المدفوعة كل عام، لكنّه سيتكبّد خسارة في رأس المال عند الاستحقاق. لذا فإننا نحتاج إلى مقياس مناسب يأخذ هذه الأمور كافة في الاعتبار.

يُعدّ "عائد الاستحقاق" بمثابة مقياس يجمع بين الدخل والعائد على رأس المال، على افتراض أن المستثمر سيحتفظ بالسند حتى تاريخ استحقاقه.

بتعبير أبسط، عائد الاستحقاق هو حاصل جمع العائد الثابت للسند مع الربح (أو الخسارة) الناتج في حال الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق، لإعطاء متوسط عائد سنوي مرّكب. في المثال أعلاه الذي يتناول سند الخزانة الأمريكية بسعر فائدة نسبته ١,٨٧٥٪ والذي يُقدّر سعره حالياً بمبلغ ٩٦,١٨ دولاراً، سوف يكون عائد الاستحقاق أعلى من العائد الثابت، لأن أن سعر السوق أقل من قيمته الاسمية. وهكذا فإن المستثمر سيحقق أرباحاً رأسمالية إذا احتفظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق. أما لو كان سعر السند في السوق أعلى من قيمته الاسمية، لأصبح عائد الاستحقاق أقل من العائد الثابت، ولحقّق المستثمر خسارة رأسمالية إذا احتفظ بالسند حتى تاريخ استحقاقه.

يشكل عائد الاستحقاق (أو إجمالي عائد الاسترداد) مقياساً أدقّ للعائد الذي يحصل عليه المستثمر، ويمكن استخدامه للمقارنة بين العوائد على السندات المختلفة لتحديد أيّها يوفر للمستثمر أفضل عائد على الإطلاق.

١-٧ منحنى العائد



يُعدّ **منحنى العائد**، كما يظهر في الرسم البياني أعلاه، بمثابة وسيلة لتوضيح أسعار الفائدة المختلفة الممكن تحقيقها في السوق عند الاستثمار في أدوات الدين المتماثلة التي تصدر بمواعيد استحقاق مختلفة. ويوصف منحنى العائد في ظروف السوق الطبيعية بأنه إيجابي أي يتّجه صعوداً، كما يبرز المخطط البياني، غير أنه قد يتّخذ أشكالاً مختلفة أخرى.

ويُعزى السبب المنطقي وراء ذلك في أنه كلّما طالت المدة الزمنية لتجميد المستثمر لرأس ماله، ارتفع معدّل الفائدة الذي سيطلب به للتعويض عن مخاطر الاستثمار التي ازدادت من جهة وتكلفة الفرص البديلة من جهة ثانية.

أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحة الأجوبة بالعودة إلى الفقرة ذي العلاقة:

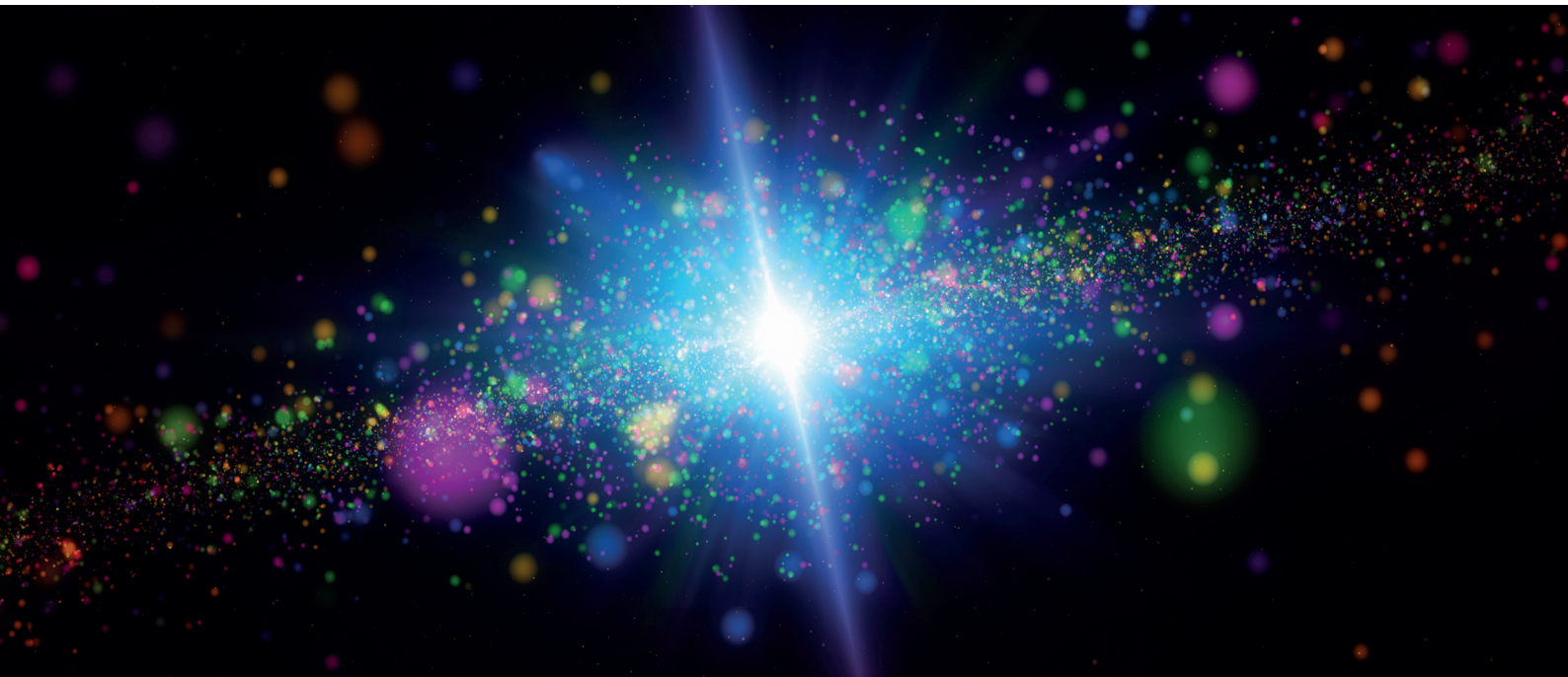
١. ما تأثير انخفاض أسعار الفائدة على أسعار السندات؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٢-٢
٢. ما وظيفة شرط الاسترداد المرتبط ببعض السندات؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-١-٤
٣. ما الخيارات التي يمنحها السند القابل للتحويل إلى أسهم للمستثمر؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٤-٢-٤
٤. أي نوع من أنواع السندات لا تدفع عليه أي فوائد؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٥-٢-٤
٥. إذا كان لديك سند خزانة بقيمة اسمية قدرها ١,٠٠٠ جنيه أمريكي وبسعر فائدة (قسمة) نسبته ١,٥ % وبتاريخ استحقاق في العام ٢٠٣٠ ومُسعر بمبلغ ١٠١,١٥ دولاراً أمريكياً. احسب عائد السند الثابت.
مرجع الإجابة: الفقرة ٧

الفصل السادس

المشتقات المالية

١. لمحة عامة عن المشتقات المالية ١١٧
٢. العقود المستقبلية ١١٩
٣. عقود الخيار ١٢١
٤. عقود مبادلة سعر الفائدة ١٢٣
٥. عقود مبادلة مخاطر الائتمان ١٢٤
٦. أسواق المشتقات المالية ١٢٥
٧. الاستثمار في أسواق المشتقات المالية ١٢٩

يتضمن هذا الفصل قرابة ٦ أسئلة من أصل ٥٠ سؤالاً من أسئلة الاختبار



١ - لمحة عامة عن المشتقات المالية

ليست المشتقات المالية مفهوماً جديداً، فقد استُحدثت منذ مئات السنين. ويعود تاريخها إلى الأسواق الزراعية، عندما احتاج المزارعون إلى آلية تحميهم من تقلبات الأسعار الناجمة عن إغراق السوق بالمنتجات، واحتاج التجار إلى حماية تجارتهم من شح الإنتاج الحاصل في أوقات القحط أو الجفاف.

لتنشيط أسعار المحاصيل الزراعية قبل حلول وقت الحصاد، كان التجار والمزارعون يتفقون عادةً على إبرام عقود آجلة، حيث يتفق الطرفان على سعر محدد لكمية محددة من المحصول يسلمها المزارع للتاجر (يطلق عليهما اسم "طرفي" التجارة أو العقد) في موعد مستقبلي محدد مسبقاً.

أضفت أولى عقود المشتقات هذه عنصراً من اليقين على التعاملات التجارية، واكتسبت شهرةً واسعة، الأمر الذي أدى إلى استحداث أول بورصة للمشتقات في العالم في العام ١٨٤٨ دعيت باسم مجلس شيكاغو للتجارة (CBOT).

وهكذا يعود تاريخ أسواق السلع الحديثة إلى هذا النوع من تبادل المنتجات الزراعية. وأسواق السلع هي المكان الذي تتداول فيه المنتجات الخام أو الأولية في الأسواق الرسمية الخاضعة لقوانين تنظيمية. وتُباع هذه المنتجات وتُشتري بموجب عقود مُنمّطة - والعقد المُنمّط عقد يلتزم بالمعايير التي حدّتها السوق ليس من ناحية الكمية وتوقيت العقد فحسب، بل أيضاً من ناحية جودة الأصول محل التعاقد وهيأتها أيضاً - كمقدار جفاف القمح أو نقاء المعادن على سبيل المثال.

تُباع السلع من قبل المنتجين (مثل المزارعين وشركات التعدين والنفط)، وتُشتري من قبل المُستهلكين (مثل الشركات الغذائية والصناعية). ويجري كثير من عمليات البيع والشراء بواسطة عقود المشتقات للسلع الأساسية، التي تمكّن المنتجين والمستهلكين على السواء من التحوط ضد مخاطر تقلبات السعر في السوق. لكنّ ثمة أحجام كبيرة لعمليات التجارة في السلع (ومشتقاتها) التي تجريها الشركات المالية والمضاربون سعياً وراء تحقيق الربح عن طريق التنبؤ الصحيح بتحركات السعر في السوق.

وقد اتسع نطاق التداول في المشتقات المالية في أيامنا هذه ليشمل الأدوات المالية والمؤشرات والمعادن ومنتجات الطاقة ومجموعة كبيرة من الأصول الأخرى.

تأخذ أغلبية عقود المشتقات إحدى الصيغ الأربع الآتية: العقد الآجل، العقد المستقبلي، عقد الخيار، عقد المبادلة (المقايضة).

١-١ استخدامات المشتقات المالية

الأهداف التعليمية

١-١-٦ معرفة استخدامات المشتقات المالية وتطبيقها

المُشتق المالي عبارة عن أداة مالية يُشتق سعرها من سعر أصلٍ آخر يُعرَف باسم "الأصل محل التعاقد"، وقد يكون هذا واحداً من الأصول المالية أو سلعةً أو عملةً أو مؤشراً أو مجموعة من الأصول غير المادية الأخرى مثل المناخ . ومن الأمثلة على الأصول المالية: السندات والأسهم والسلع بما فيها البترول والذهب والفضة والذرة والقمح.

وسنرى لاحقاً في هذا الفصل أنَّ تداول المشتقات يمكن أن يحدث إما مباشرةً بين الأطراف المتعاقدة، ويشار إليه بالتداول خارج الأسواق الرسمية (OTC)، أو في بورصة منظمة مثل بورصة شيكاغو التجارية (CME) حيث يشار إلى المشتقات في هذه الحالة باسم المشتقات المُتداولة في البورصة (exchange-traded).

وللمشتقات المالية دورٌ رئيسي في إدارة الاستثمارات في كثيرٍ من محافظ الاستثمار والصناديق الضخمة، وتُستخدَم في التحوُّط ضد المخاطر، وتوقعات التدفُّقات النقدية المستقبلية، وفي تغييرات توزيعات الأصول داخل المحافظ الاستثمارية، وفي المراجعة والمضاربة. وفي ما يأتي توضيح لكل من هذه الاستخدامات بإيجاز:

- **التحوُّط:** تقنية يستخدمها مدراء المحافظ المالية للتخفيف من مخاطر المحفظة، مثل أثر حركات السعر السلبية على قيمة المحفظة. ويُمكن تحقيق ذلك بواسطة بيع العقود المستقبلية أو شرائها، أو شراء خيارات البيع أو بيع خيارات الشراء.
- **توقعات التدفُّقات النقدية المستقبلية:** ترتبط هذه الفكرة ارتباطاً وثيقاً بمفهوم التحوُّط. فإذا كان مدير المحفظة يتوقَّع استلام تدفقٍ نقدي كبير لاستثماره في أصلٍ من الأصول، يمكنه عندها استخدام العقود المستقبلية لتثبيت سعر شراء الأصل بحيث يتخلص من مخاطر احتمال حدوث ارتفاع في الأسعار بحلول موعد استلام التدفق النقدي.
- **تغييرات توزيعات الأصول في المحفظة:** يمكن إحداث تغييرات في تخصيص (توزيع) أصول صندوقٍ ما- سواء بهدف الاستفادة من التحركات المُتوقَّعة في اتجاهات السوق على المدى القصير أو إحداث تغيير ما في الاستراتيجية الاستثمارية- بسرعة أكبر وبتكلفةٍ أقل عند استخدام المشتقات المالية مثل العقود المستقبلية عوضاً عن بيع الأوراق المالية وشرائها ضمن محفظة الصندوق.
- **المُراجحة:** والمقصود بها عملية "اشتقاق" الربح الخالي من المخاطر عن طريق بيع الأصل نفسه وشرائه في الوقت ذاته في سوقين مختلفين، عند وجود فارقٍ سعري بينهما. فإذا كان هناك تباين في سعر أحد المشتقات المالية والأصل المرتبط به، فقد يتمكَّن مدير المحفظة عندها من تحقيق الربح من هذه المفارقة في التسعير.
- **المضاربة:** تنطوي المضاربة على تحمُّل مخاطر إضافية (المُراهنة) سعياً لتحقيق الأرباح، أو زيادتها، في المحفظة الاستثمارية.

٢- العقود المستقبلية (Futures)

الأهداف التعليمية

- ١-٢-٦ معرفة العقود المستقبلية ووظيفتها
- ١-٤-٦ فهم المصطلحات الآتية: الشراء على المكشوف؛ البيع على المكشوف؛ الدخول في العقد؛ الخروج من العقد

١-٢ تطوُّر العقود المستقبلية

كما ذكرنا سابقاً، افتُتِحَ مجلس شيكاغو للتجارة (CBOT) في العام ١٨٤٨ ليكون أول بورصة للمشتقات في العالم، وسرعان ما طُوِّرت هذه البورصة عقداً مستقبلياً سمح بتداول كميات منمطة من الحبوب ذات جودة معينة بسعرٍ مُستقبلي ثابت وتاريخ تسليم مُحدَّد. وقد تميَّز هذا العقد المستقبلي عن العقد الآجل، الذي نشأ قبله، بإمكانية تداوله. ومن ثم انتشر استخدام هذه العقود المستقبلية ليشمل مجموعة واسعة من السلع الأساسية وغيرها من الأصول الأخرى. ويتم تداولها حالياً في عددٍ كبير ومتزايدٍ من بورصات المشتقات.

وبحلول عام ١٩٧٥، استحدث مجلس شيكاغو للتجارة أول عقدٍ مستقبلي، الأمر الذي مهَّد الطريق للنمو الهائل في ابتكار هذه المنتجات وفي حجم تداول العقود المستقبلية عقب ذلك.

٢-٢ تعريف العقد المستقبلي ووظيفته

توفِّر المشتقات المالية آليةً يمكن بواسطتها تداول سعر الأصول أو السلع الأساسية في المستقبل بسعر يُتَّفق عليه في الوقت الحاضر، من دون تبادل القيمة الكاملة للصفقة أو تسويتها عند إبرامها.

والعقد المستقبلي إتفاقيَّة مُلزِمة قانونياً بين البائع والمشتري يوافق بموجبها المشتري على دفع مبلغ مُحدَّد مسبقاً لقاء استلام كميةٍ مُحدَّدة مسبقاً من أحد الأصول عند تاريخٍ مستقبلي مُحدَّد مسبقاً. ويوافق البائع على تسليم الأصل في التاريخ المستقبلي المتَّفق عليه مقابل الحصول على المبلغ الذي اتَّفق عليه الطرفان مسبقاً.

مثال

اتَّفق مشتر مع بائع على شراء ١,٠٠٠ برميل نفط خام بسعر ٥٠ دولاراً أمريكياً للبرميل الواحد بعد ثلاثة أشهر من الوقت الحاضر. لهذا العقد المستقبلي فائدة لكلا الطرفين. فقد يكون المشتري مثلاً شركة كهرباء تريد تثبيت سعر الوقود الذي ستحتاجه مستقبلاً لتشغيل محطات الطاقة لديها. وقد يكون البائع شركة نفط تريد أن تثبت سعر بيع إنتاجها المستقبلي من البترول.

يتميّز العقد المستقبلي بميزتين أساسيتين:

- يُتداول العقد في بورصات المشتقات - مثل بورصة إنتركونتيننتال (ICE) في لندن أو بورصة شيكاغو التجارية (CME) في الولايات المتحدة الأمريكية.

- تتم عملية التداول بحسب شروط معيارية - حيث تُحدّد البورصة جودة الأصل محلّ التعاقد والكمية المتعاقد عليها في كل عقد وموعد التسليم المستقبلي وموقعه، بينما يبقى السعر وحده قابلاً للتفاوض. وبالعودة إلى المثال السابق: تتوقّف نوعيّة النّفط المحدّد في العقد على الحقل الذي يُستخرج منه (خام برنت مثلاً- من حقل بترول برنت في بحر الشمال)، وتبلغ الكمية ١,٠٠٠ برميل، وتاريخ التسليم بعد ثلاثة أشهر، وقد يكون مكان التسليم في ميناء روتردام في هولندا مثلاً.

٣-٢ المصطلحات المتعلقة بالعقود المستقبلية

تتميز المصطلحات المستخدمة في أسواق المشتقات بالتخصّص، لذا كان مهماً الإلمام بها.

ولهذا الغرض، سنتعمّق في دراسة المثال السابق: فشركة الكهرباء هي مشتري العقد؛ إذ وافقت على شراء ١,٠٠٠ برميل من النفط الخام بسعر ٧٠ دولاراً أمريكياً للبرميل الواحد على أن يكون موعد التسليم بعد ثلاثة أشهر. وهنا يقال إنّ المشتري "يشترى على المكشوف" بينما يوصّف البائع بأنّه "يبيع على المكشوف". ويشار إلى عملية إبرام العقد بمصطلح "الدخول في التجارة أو العقد"، بينما تُعرّف عمليّة التسليم النهائي للنّفط الخام بمصطلح "إغلاق التجارة" أو "الخروج من العقد".

ونورد في ما يأتي تعريفات بأهمّ المصطلحات الواردة في هذا المثال:

- **الشراء على المكشوف (Long):** يُستخدم هذا المصطلح للإشارة إلى وضع مشتري العقد المستقبلي، لأنّه يلتزم بموجب العقد بشراء الأصل محلّ التعاقد بالسعر المتفق عليه مسبقاً وفي التاريخ المستقبلي المحدّد مسبقاً.
- **البيع على المكشوف (Short):** يشير هذا المصطلح إلى وضع البائع في العقد المستقبلي، حيث يتعهّد البائع بتسليم الأصل محلّ التعاقد مقابل السعر المتفق عليه في التاريخ المستقبلي المحدّد مسبقاً.
- **الدخول في العقد (Open):** يُقصد بها عملية التعاقد. وتحدث هذه العملية بمجرّد إبرام الأطراف المتعاقدة للعقد المُستقبلي، وقد تكون العملية شراء عقد مُستقبلي (أي شراء على المكشوف) أو بيع عقد مُستقبلي (أي عملية بيع على المكشوف).
- **الخروج من العقد (Close):** لا تُسلّم الأصول الماديّة محلّ التعاقد في معظم العقود المستقبلية، بل يتم الخروج من العقد وإلغاؤه عوضاً عن ذلك. فعلى سبيل المثال، سوف يتجنّب المشتري حتماً في معظم الحالات التسليم، وذلك عبر الدخول في عملية بيع للخروج من العقد قبل تاريخ التسليم. وفي حال عدم خروج المشتري من العقد قبل انتهاء مدته، سيضطر إلى دفع المبلغ المتفق عليه واستلام الأصل محلّ التعاقد، وهو أمرٌ يحرصُ المشتري على تجنّبه إذا كان مؤسسة مالية مثلاً تستخدم العقد المستقبلي للمضاربة على سعر الأصل محلّ التعاقد وحسب.
- **عقد مغطى (Covered):** - عندما يملك بائع العقد المستقبلي الأصل محلّ التعاقد الذي سيكون لازماً في حال التسليم المادي.
- **عقد مكشوف (Naked):** - عندما لا يمتلك بائع العقد المستقبلي الأصل محلّ التعاقد في حال كان التسليم المادي للسلعة لازماً. وفي هذه الحالة يمكن أن تكون المخاطر غير محدودة.

٣- عقود الخيار (Options)

الأهداف التعليمية

- ١-٣-٦ معرفة عقود الخيار ووظيفتها
- ٢-٣-٦ فهم المصطلحات الآتية: خيار الشراء وخيار البيع
- ١-٤-٦ فهم المصطلحات الآتية: مشتري/حامل الخيار (holder)، بيع/تحرير الخيار (writing)، العلاوة/ثمن الخيار (premium)، الاستثمار المُغطى/المضمون (covered)، الاستثمار المكشوف/بدون ضمان (naked)

١-٣ تطوّر عقود الخيار

في الحقيقة، لم تشهد عقود الخيار ازدهاراً حتّى أعدّ اثنان من الأكاديميين الأمريكيين نموذجاً لتسعير عقود الخيار في العام ١٩٧٣، الأمر الذي سمح بتسعيورها بيسر وسهولة. وقد مهّد هذا النموذج السبيل لاستحداث عقود الخيار المنمّطة وافتتاح بورصة شيكاغو لتداول عقود الخيار (CBOE) في العام ذاته. وقد أدّى هذا بدوره إلى تفجّر سيلٍ من المنتجات المُبتكَرة وإنشاء بورصاتٍ أخرى لتداول الخيارات الاستثمارية مثل بورصة لندن لتداول العقود المالية الدولية للعقود المستقبلية وعقود الخيار أو بورصة لايف LIFFE (التي أصبحت اليوم جزءاً من بورصة إنتركونتيننتال (ICE)).

٢-٣ تعريف عقد الخيار

يُعطى عقد الخيار للمشتري الحقّ - وليس الالتزام - ببيع كمية محدّدة من أصلٍ معين أو شرائها بسعرٍ مُتّفق عليه مسبقاً يُدعى **سعر الممارسة**، وذلك في تاريخٍ مُستقبليٍّ مُحدّد مُسبقاً أو قبله أو في المدة الواقعة بين تاريخين محدّدين؛ بينما يقبض بائع العقد **العلاوة (ثمن الخيار)** لقاء منحه هذا الخيار للمشتري.

ومن بين الاختلافات الرئيسية بين العقد المستقبلي وعقد الخيار، هو أن عقد الخيار يمنح حق الشراء أو البيع، في حين أن العقد المستقبلي هو التزام ملزم قانوناً بين طرفي العقد.

وعندما يتم تداول عقود الخيار في البورصة، ستكون في أحجام وشروط معيارية. لكن في بعض الأحيان، قد يرغب المستثمرون في تداول عقد خيار دون الالتزام بهذه الشروط، فيقدمون على التداول خارج الأسواق الرسمية. وبالتالي، يمكن أيضاً تداول عقود الخيار خارج البورصة، حيث تكون مواصفات العقد التي يحدّدها الأطراف مفصّلة.

٣-٣ المصطلحات المتعلقة بعقود الخيار

هناك فئتان أساسيتان من عقود الخيار:

- **خيار الشراء (call option):** للمشتري الحقّ في شراء الأصل بالسعر المتفق عليه إذا ما رغب في ذلك، ويلتزم البائع بتسليمه الأصل المتفق عليه إذا مارس المشتري حقّه في الخيار.

- **خيار البيع (put option):** يملك المشتري خيار بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه، ويلتزم البائع بتسليم الأصل ودفع السعر المتفق عليه إذا مارس المشتري حقّه في الخيار.

يُشار إلى مشتري عقد الخيار بـ "مالك الخيار" أو "حامل الخيار".

كما يُشار إلى بائع عقد الخيار بـ "مانح الخيار" أو "محرر عقد الخيار". ويشار أيضاً إلى عملية البيع هذه بأنها "قبول خيار الشراء" أو "قبول خيار البيع"، ويتوقف ذلك على ما إذا كان أحد الطرفين سيستلم ثمناً لبيع خيار شراء أو خيار بيع.

بالنسبة لعقود الخيار المتداولة في البورصات، يقوم المشتري والبائع بتسوية العقد مع غرفة مقاصة تُشكّل جزءاً من البورصة نفسها، وليس مباشرة مع بعضهما بعضاً. وينبغي أن تكون البورصة قادرةً على تسوية الصفقات في أيّ وقتٍ يشاء أصحاب العقود ممارسة حقوقهم بالشراء أو البيع. وبما أن البورصة لا ترغب بأن تكون مشترياً أو بائعاً للأصل محل العقد، فإنها تقوم بمطابقة هذه المعاملات مع الأوامر المعاكسة لبائعي عقود الخيار الذين وافقوا على تسلّم أو تسليم الأصل محل العقد المطابق، إذا طُلب منها ذلك.

والعلاوة (ثمن الخيار) تمثّل المبلغ الذي يُسدّده المشتري لبائع العقد عند إبرامه، وهو غير قابل للاسترداد.

خيار البيع	خيار الشراء	
لمالك الخيار الحقّ - وليس الالتزام - بممارسة خيار الشراء	لمالك الخيار الحقّ - وليس الالتزام - بممارسة خيار البيع	مالك الخيار
يحصل مانح الخيار على علاوة (ثمن الخيار) من المشتري ويكون ملزماً بالبيع إن طُلب منه ذلك	يحصل مانح الخيار على علاوة (ثمن الخيار) من المشتري ويكون ملزماً بالشراء إن طُلب منه ذلك	مانح الخيار

ويوضح المثال المبسط الآتي حول أحد عقود الخيار الطريقة التي يمكن بها استخدام هذه العقود.

مثال

لنفترض أن أسهم شركة جيرسي تُتداول بسعر ٣,٢٤ دولار أمريكي. واشترى سامر خيار شراء السهم بسعر ٣,٥٠ دولار بعد ثلاثة أشهر من الآن. فبذلك يصبح لسامر حقّ شراء أسهم شركة جيرسي من بائع الخيار (مستثمر آخر يدعى فادي) بسعر ٣,٥٠ دولار، إذا اختار ذلك في أي وقت من الأشهر الثلاثة القادمة.

فإذا هبطت أسعار أسهم جيرسي إلى ما دون ٣,٥٠ دولار بعد ثلاثة أشهر (أي عند انتهاء صلاحية عقد الخيار)، يتنازل سامر عن حق ممارسة خيار الشراء، ويحتفظ عندها فادي بثمن الخيار.

أما إذا ارتفعت أسعار أسهم جيرسي إلى ٦,٠٠ دولار، سيّصل سامر (المستثمر) بفادي (البائع) ويختار أحد أمرين:

- ممارسة الخيار، أي شراء الأسهم بسعر ٣,٥٠ دولار للسهم الواحد ومن ثم يحتفظ بها أو يبيعها بسعر ٦,٠٠ دولار للسهم الواحد،

المُشتَقَّات المَالِيَّة

• أو سيقنع فادي بإعطائه الفارق بين السعر الحالي وسعر الشراء $= 6,00 - 3,50 = 2,50$ دولار لتسوية المعاملة المالية.

إذا دفع سامر لفادي ٤٢ سنتاً ثمناً لعقد الخيار، فما الحد الأقصى لخسارة سامر؟ وعند أي مستوى لأسعار أسهم شركة جيرسي يستطيع سامر تحقيق الربح؟

الحل:

الحد الأقصى لخسارة سامر $= 42$ سنتاً، أي ثمن العقد الذي دفعه مسبقاً. فإذا ارتفع سعر أسهم جيرسي إلى أعلى من $3,50 + 42$ دولار = ٤٦ سنتاً، أي أصبح ٣,٩٢ دولار، عندها يحقق سامر الربح. وإذا ارتفع سعر الأسهم إلى مستوى ٣,٥١، سيمارس سامر حقّه في الشراء، إذ يبقى من الأفضل له أن يكسب سنتاً واحداً ويقلص خسارته إلى ٤١ سنتاً بدلاً من ٤٢ سنتاً.

الحد الأقصى لأرباح فادي هو ثمن الخيار، أي ٤٢ سنتاً، إلا أن خسارته غير محدودة نظرياً ما لم يكن هو المالك الفعلي للأسهم محل التعاقد.

قد يكون العقد في المثال السابق "مغطى" (في حال امتلاك البائع الأسهم محل التعاقد) أو "مكشوفاً" (في حال عدم امتلاك البائع للأسهم محل التعاقد). ويأمل البائع عدم ممارسة المستثمر حقّه في شراء الأسهم محل التعاقد، بحيث يستطيع أن يحتفظ ببساطة بثمن الخيار. غير أنّ هذا يُمثّل مخاطرة مالية كبيرة؛ ففي حال ارتفاع سعر الأسهم سيُضطرّ البائع إلى الوفاء بشروط العقد وشراء الأسهم من السوق لتقديمها للمشتري، ويشار إلى استثماره في هذه الحالة بأنه "مكشوف" أو بدون ضمان. أما إذا امتلك البائع الأسهم، فيقال إنّ استثماره عندها "مغطى" أو مضمون.

٤ - عقود مبادلة سعر الفائدة

الهدف التعليمي

٦-٦-١ فهم تعريف عقود مبادلة سعر الفائدة ووظيفتها

عقد المبادلة اتفاقية لمبادلة مجموعة من التدفّقات النقدية بأخرى. وتُعدّ عقود المبادلة صيغة من صيغ عقود المشتقات الحاصلة خارج الأسواق الرسمية، ويتم تداولها بين الأطراف المعنية لتلبية احتياجاتهم المختلفة. لذا، يتميّز كلّ منها بخصائص فريدة.

تُعدّ عقود مبادلة أسعار الفائدة من أكثر أشكال عقود المبادلة شيوعاً. ويحصل بموجبها تبادل أقساط الفائدة، لا سيما حين يكون سعر الفائدة الذي يدفعه الطرف الأول ثابتاً بينما يكون سعر الفائدة الذي يدفعه الطرف الثاني متغيّراً.

وُستخدَم عمليّة المبادلة عادةً للتحوُّط ضد احتمال التعرُّض لمخاطر تغير سعر الفائدة. وسنرى مدى أهميتها عند دراسة المثال الآتي.

مثال

شرعت شركة العهد في مشروع جديد مدته ثلاث سنوات لبناء منشأة صناعية وتجهيزها بالمعدات اللازمة، واقتضت مبلغاً من المال لتمويل التكاليف. وفي ضوء حجم الشركة ووضعها المالي، لم يكن أمامها أي خيار سوى الاقتراض بأسعار فائدة مُتغيّرة. وهكذا تستطيع الشركة تقدير العوائد الإضافية التي سيحقّقها المصنع الجديد إلى حدٍّ ما، لكنها تبقى معرّضة للمخاطر بسبب سعر الفائدة المُتغيّر؛ فقد يسبّب المشروع خسارة مالية للشركة إذا حدث ارتفاع غير مُتوقّع في معدلات الفائدة.

إذا استطاعت الشركة الحصول على تمويلٍ بسعرٍ فائدةٍ ثابت، يمكنها حينها إزالة مخاطر تغيّر معدلات الفائدة وتوقع العوائد التي يمكن تحقيقها من استثمارها هذا بمزيد من الدقة.

ويمكن للشركة تحقيق ذلك عبر إبرام عقد مبادلة لسعر الفائدة مع أحد المصارف الاستثمارية. وبموجب شروط العقد، ستدفع شركة العهد فائدة ثابتة للمصرف الاستثماري، وتتلقّى في المقابل مبلغاً من الفائدة محسوباً على أساس مُتغيّر. وبهذا المبلغ المُستلم من المصرف الاستثماري، يصبح لدى الشركة التمويل اللازم لتسوية القرض بمعدل الفائدة المُتغيّر، حتى في حال ارتفاع معدلات الفائدة. وبهذه الطريقة، تكون الشركة قد تحوّطت ضد مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة.

يُعرّف الطرفان المشاركان في عقد المبادلة بـ "طرفي العقد". أما المبالغ التي يحصل تبادلها فتُحسب بالرجوع إلى مبلغٍ تقديري. والمبلغ التقديري في المثال السابق سيكون المبلغ الذي اقترضته الشركة لتمويل مشروعها.

يدفع أحد طرفي العقد عادةً مبلغاً من المال يقدر على أساس مُعدّل فائدة ثابت إلى الطرف الآخر الذي يدفع الفائدة بسعر مُتغيّر وفقاً لمعيار مرجعي مثل سعر الليبور (سعر الفائدة المعروض بين البنوك في لندن - سعرٌ يُحدّد ويُنشر يومياً) أو ما في حكمه. ويُحدّد سعر الفائدة المُتغيّر على أساس معيار مرجعي مُضافاً إليه ٠,٥٪ مثلاً - ويُعاد احتسابه كل ربع سنة. ويُوصف السعر المُتغيّر غالباً بالسعر "العائم".

٥ - عقود مبادلة مخاطر الائتمان (Credit Default Swaps- CDSs)

الهدف التعليمي

١-٧-٦ معرفة تعريف عقود مبادلة مخاطر الائتمان ووظيفتها

شهدت الآونة الأخيرة نمواً ملحوظاً في استخدام المشتقات الائتمانية، ومن الأمثلة عليها عقد مبادلة مخاطر الائتمان (CDS).

المُشتَقَّات المَالِيَّة

المُشتَقَّات الائتمانية أدوات مالية تعتمد قيمتها على وقوع "أحداث ائتمانية طارئة" مُتَّفق عليها تتعلق بشركة للغير، كالتغيرات التي تطرأ على التصنيف الائتماني لتلك الشركة أو زيادة تكلفة تمويل تلك الشركة في السوق أو أي أحداث ائتمانية أخرى متعلقة بها. وتشمل المخاطر الائتمانية عادةً التعرُّر المادي أو الإفلاس أو الهبوط الحاد في قيمة أحد أصول الشركة أو إعادة هيكلة الديون المتعلقة بالأصل محل التعاقد.

وبتمثل الغرض من المُشتَقَّات الائتمانية في تمكين المنظَّمة من حماية نفسها ضد مخاطر الائتمان غير المرغوب فيها، وذلك بواسطة نقل تلك المخاطر إلى طرفٍ آخر. كما يمكن استخدام المُشتَقَّات الائتمانية لزيادة التعرُّض لمخاطر الائتمان مقابل تحقيق دخل أكبر.

وعلى الرغم من وجود كلمة "مبادلة" في عقد مبادلة مخاطر الائتمان، إلا أن هذا النوع من العقود لا يتشابه مع فئات عقود المبادلة الأخرى القائمة على تبادل التدفُّقات النقدية. وعقود مبادلة مخاطر الائتمان أقرب إلى عقود الخيار في واقع الأمر. ففي عقود مبادلة مخاطر الائتمان، يدفع الطرف الذي يشتري الحماية ضدَّ مخاطر الائتمان دفعاتٍ دوريةً (أو يدفعُ رسماً مُقدِّماً) للبائع. وفي المقابل، يحصل المشتري على تعويضٍ مُتَّفق عليه في حال تعرُّض طرف ثالث (أو مجموعة من الأطراف) لأحد مخاطر الائتمان. وفي حال وقوع حدثٍ كهذا، يدفع البائع دفعةً محدَّدة مسبقاً إلى المشتري، وبذلك يتم حلُّ العقد.

٦- أسواق المُشتَقَّات

الهدف التعليمي

٦-٥-١ معرفة خصائص أسواق المُشتَقَّات المالية والسلع

كما رأينا سابقاً، المشتقُّ المالي هو أداة مالية يُشتقُّ سعرها من سعر أصلٍ آخر (يُعرف الأصل الآخر باسم "الأصل محل العقد"، ويشار إليه اختصاراً في بعض الأحيان بـ "محل العقد").

يسود بين المستثمرين اعتقادٌ بأنَّ المُشتَقَّات المالية أدوات خطيرة ومعقَّدة على نحوٍ يستحيل فهمه. بينما يمكن أن تكون بعض المُشتَقَّات المالية معقَّدة وتُعرِّض المستثمر فيها لمخاطرٍ شاملة، إلا أنها مصمَّمة في الأساس لكي تُستخدم لخفض المخاطر التي تتعرَّض لها المنظمات والأفراد، وهذه عملية تُعرف بمصطلح "التحوُّط". كذلك فإن كثيراً من المُشتَقَّات المالية ليست معقَّدة جداً.

على سبيل المثال، تخيّل أنك تريد شراء كمية كبيرة من القمح من مورِّدٍ بالجملة. فاتصلت بالمورِّد وعلمت منه أن كلَّ مكيال (٢٧ كغ تقريباً) سوف يكلفك مبلغاً يعادل ٥ دولارات. لكن المورِّد أخبرك أيضاً أن القمح غير متوافر حالياً في المستودعات، وعرض عليك توقيع عقد لقبول تسليمك القمح في غضون شهر واحد (عندما يعاد تموين المخزون)، وعند التسليم سيقوم متجره بتحصيل ٥ دولارات لكلِّ مكيال تطلبه الآن. فإذا قمت بالتوقيع، فإنك فعلياً توافق على تأجيل عملية التسليم لمدة شهر واحد- وبذلك تكون قد اشتريت القمح عن طريق مشتق مالي.

يحدثُ التداول الفعلي للسلع جنباً إلى جنب مع تداول المشتقات المالية، إذ يجري في سوق السلع المادية شراء السلع الحقيقية ونقلها واستهلاكها بكميات كبيرة عبر أنحاء العالم. وتهيمن على هذه التجارة كبرى شركات التجارة الدولية والحكومات وكبار المنتجين والمستهلكين.

وتوجد أسواق المشتقات المالية بالتوازي معها، حيث تُستخدم لتوفير آلية لتثبيت الأسعار بحيث يتسنى لجميع أصحاب المصلحة في أسواق السلع المادية التحوُّط ضد مخاطر تقلُّب الأسعار في السوق.

وقد نشأ في الآونة الأخيرة جانبٌ آخر لأسواق السلع متطورٌ للغاية بالرغم من حداثة نشأته، ألا وهو استخدام السلع بوصفها فئة قائمة بحد ذاتها من فئات الأصول الاستثمارية.

٦-١ أسواق المشتقات المالية

رأينا سابقاً أن المشتقات المالية تنقسم إلى فئتين رئيسيتين تتميزان عن بعضهما البعض من حيث آلية تداولهما: المشتقات المتداولة خارج الأسواق الرسمية والمشتقات المتداولة في البورصة.

فالمشتقات المتداولة خارج الأسواق الرسمية تُتداول مباشرةً بين الأطراف المعنية من دون اللجوء إلى البورصة. وتُصنَّف عقود مبادلة أسعار الفائدة ضمن فئة المنتجات التي تُتداول بهذه الطريقة.

وتُعَدُّ الأسواق غير الرسمية الأكبر بين الاثنتين من حيث قيمة العقود المتداولة يومياً. ويتركز هذا التداول في أوروبا، لا سيما في المملكة المتحدة. (يجب التنويه هنا إلى وجود نشاط واسع حالياً لوضع قوانين تنظِّم عمل هذه السوق استجابةً لمخاوف الهيئات الرقابية جراء المخاطر الناجمة عن تداول المشتقات خارج الأسواق الرسمية.)

أما المشتقات المتداولة في الأسواق الرسمية، فتتمتع بخصائص منمطة، ولذلك يمكن تداولها في سوق منظم، مثل مشتقات المؤشرات أو مشتقات الأسهم. ولا تهدف الأسواق الرسمية إلى توفير مكانٍ لإبرام صفقات التداول فحسب، بل تُقدِّم أيضاً نوعاً من الضمان الذي يكفل حصول تسوية الصفقة في نهاية المطاف. ويتم ذلك عن طريق وسيط مالي (أو الطرف النظير المركزي (Central Counterparty) الذي يُلزم الطرفين المتعاقدين بسداد هامش - يُمثِّلُ نسبةً من قيمة عملية التداول - لكافة المعاملات الحالية.

٦-٢ أسواق تداول المشتقات

لنستعرض الآن بعض الأمثلة عن أسواق تداول المشتقات الرئيسية:

• مجموعة بورصة شيكاغو التجارية هي البورصة الرئيسية للمشتقات في الولايات المتحدة، وقد تشكلت في العام ٢٠٠٦ نتيجة اندماج بورصة شيكاغو التجارية (CME) مع مجلس شيكاغو للتجارة (CBOT). وتُعَدُّ الأضخم والأكثر تنوعاً على الإطلاق بين بورصات المشتقات في العالم. • تُدير هذه البورصة أسواق التداول في المشتقات في كُلِّ من بورصة شيكاغو التجارية ومجلس شيكاغو للتجارة وبورصة نيويورك التجارية (NYMEX) وبورصة السلع (COMEX).	بورصة شيكاغو التجارية CME
--	---

• تدير بورصة إنتركونتيننتال عدداً من البورصات ومنصات التداول، بما في ذلك بورصات العقود المستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية وكندا وأوروبا وسنغافورة بالإضافة الى بورصات عقود الخيار على الأسهم.	بورصة إنتركونتيننتال ICE
• شرعت بورصة لندن للمعادن (LME) في مزاولة عملها منذ أكثر من ١٣٠ عاماً. ومع أنها تتخذ مقراً رئيسياً لها في لندن، إلا أنها عبارة عن سوق عالمي يضم أعضاء من مختلف أنحاء العالم ويشكّل العمليات التجارية من الخارج ٩٥٪ من نشاطه. • تُتداول في بورصة لندن للمعادن المشتقات الخاصة بالمعادن غير الثمينة والمعادن غير الحديد مثل النحاس والألمنيوم والزنك. وغالباً ما يحصل التداول بواسطة المزاد العلني (outcry) في قاعة البورصة.	بورصة لندن للمعادن LME
• يقع مقر بورصة يوريكس في فرانكفورت بألمانيا. وتشتمل منتجاتها الرئيسية على عقود الخيار والعقود المستقبلية على السندات الألمانية. وتُعدّ عقود السندات الألمانية طويلة الأجل (Bunds) الأشهر بينها. كما تتولّى التداول في المنتجات المرتبطة بالمؤشرات لعددٍ من الأسواق الأوروبية.	بورصة يوريكس Eurex

٦-٣ أسواق السلع المادية

يوجد عددٌ من أسواق السلع المختلفة، تتميز عن بعضها من حيث السلعة التي تتداول في السوق. ومن أبرز أسواق السلع:

- أسواق المنتجات الزراعية
- المعادن الأساسية والتمينة
- أسواق الطاقة
- أسواق الكهرباء
- أسواق البلاستيك
- أسواق الانبعاثات الغازية
- أسواق الشحن ونقل البضائع.

كمثال عليها، سوف ندرس مميزات أسواق المعادن الأساسية والتمينة وأسواق الطاقة في الجدول أدناه.

• ينتج العالم عدداً كبيراً من المعادن التي يجري تكريرها لاحقاً لاستخدامها في مجموعة كبيرة ومتنوعة من المنتجات والعمليات. • على غرار أسعار السلع الأخرى كلها، تتأثر أسعار المعادن بالعرض والطلب. • من العوامل التي تؤثر في العرض: توافر المواد الخام، وتكاليف الاستخراج والإنتاج. • ينشأ الطلب من مستخدمي السلعة، كالطلب على المعادن في اقتصادات الدول التي تسير بسرعة نحو التصنيع كما في الهند والصين. وينشأ الطلب أيضاً من المستثمرين مثل صناديق التحوط التي قد تشتري عقوداً مستقبلية على المعادن متوقعة أن يتزايد الطلب عليها، أو تدمج المعادن في صناديق معينة. ويستخدم المنتجون هذه السوق لتحوط إنتاجهم من المعادن. ومن المتعارف عليه أن أسعار المعادن الثمينة كالذهب ترتفع في أوقات الأزمات- إذ يرى كثيرون في الذهب ملاذاً آمناً لاستثماراتهم.	المعادن الأساسية والتمينة
• تشتمل سوق الطاقة على كلٍ من سوق النفط (وغيره من المنتجات القائمة على النفط مثل البترول)، وسوق الغاز الطبيعي، وسوق الفحم. • تتضمن سوق النفط كلاً من النفط الخام و"المكونات" المختلفة الناتجة عن عملية التكرير، مثل النفط والبوتان والكبروسين والبنزين وزيت/غاز التدفئة. يُصنّف النفط الخام وفق ثلاثة عوامل أساسية: ◦ حقل المنشأ: مثل خام برنت، أو خام غرب تكساس الوسيط، أو خام دبي. ◦ الكثافة: يُعدّ النفط الخام "خفيفاً" إذا كانت كثافته منخفضة، أو "ثقيلاً" إذا كانت كثافته عالية. ◦ محتوى النفط من الكبريت: يُوصف النفط الخام بأنه "حلو" إذا كان محتواه من الكبريت منخفضاً، وبأنه "حامض" إذا كان يحتوي على نسبة عالية من الكبريت. • يرتبط الطلب على النفط والغاز في الأساس بمستويات الاستهلاك، التي تتوقف بدورها على احتياجات الطاقة، من الصناعات التحويلية والنقل مثلاً. تُعدّ هذه السلع من الموارد المحدودة، وتستطيع الدول التي لديها فائض من احتياطات النفط والغاز تصديرها إلى الدول التي لا تملك كميات كافية من النفط والغاز لتلبية احتياجاتها. فيما مضى، اعتادت الدول المنتجة للنفط الأعضاء في منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك) الحدّ من صادراتها النفطية؛ لتبقى أسعارها مرتفعة أو لرفع هذه الأسعار. لكن أسعار النفط شهدت انخفاضاً كبيراً في الآونة الأخيرة بسبب وجود فائض في العرض من جهة، والمنافسة بين الدول المنتجة للنفط من جهة ثانية.	أسواق الطاقة

٧- الاستثمار في أسواق المشتقات المالية

الهدف التعليمي

٦-٥-٢ معرفة مزايا الاستثمار في أسواق المشتقات والسلع وعيوبه المحتملة

بعد أن درسنا المشتقات المالية بأنواعها واستعمالاتها الرئيسية، نستطيع أن نُلخِّص بعض المزايا والعيوب الرئيسية للاستثمار في المشتقات المالية.

المزايا

- يمكن هذا النوع من الاستثمار من تنجس السلع ومستهلكيها من الاتفاق على سعر السلعة في الوقت الحاضر على أن يتم التسليم بتاريخ تسليم مستقبلي، الأمر الذي يزيل عامل قلة اليقين في ما يتعلق بسعر المنتج للبائع ومخاطر نقص الإمداد للمستهلك.
- يمكن المستثمرين ومدراء المحافظ الاستثمارية من التحوط ضد (الحد من) المخاطر التي تتعرض لها المحافظ الاستثمارية عادةً.
- يمكن شركات الاستثمار من التحوط ضد المخاطر المرتبطة بمحفظة استثمارية معينة أو سهم فردي.
- تتيح إمكانية المضاربة على مجموعة كبيرة من الأصول والأسواق بناءً على توقعات تحركات الأسعار بالاستفادة من قدرة المشتقات المالية على زيادة نسبة الرفع المالي (gearing) من خلال التعزيز بالاقتراض.

العيوب والمخاطر

- من الممكن أن يترتب عن بعض أنواع الاستثمار في المشتقات خسارة المستثمر لمبلغ أكبر من استثماره الأولي، وتؤدي في بعض الأحيان إلى تكبد خسائر لا حدود لها.
- تنشط أسواق المشتقات إثر تقلبات الأسعار، ما يشير إلى ضرورة توافر الخبرة ومهارات الاستثمار الاحترافية لدى المستثمر.
- عند الاستثمار خارج الأسواق الرسمية، تبرز مخاطر تخلف أحد الأطراف عن الوفاء بالتزاماته المالية، الأمر الذي يتطلب انتباهاً شديداً للتفاصيل عند تقييم مخاطر الطرف النظير والتوثيق وقبول الضمانات.

أسئلة نهاية الفصل

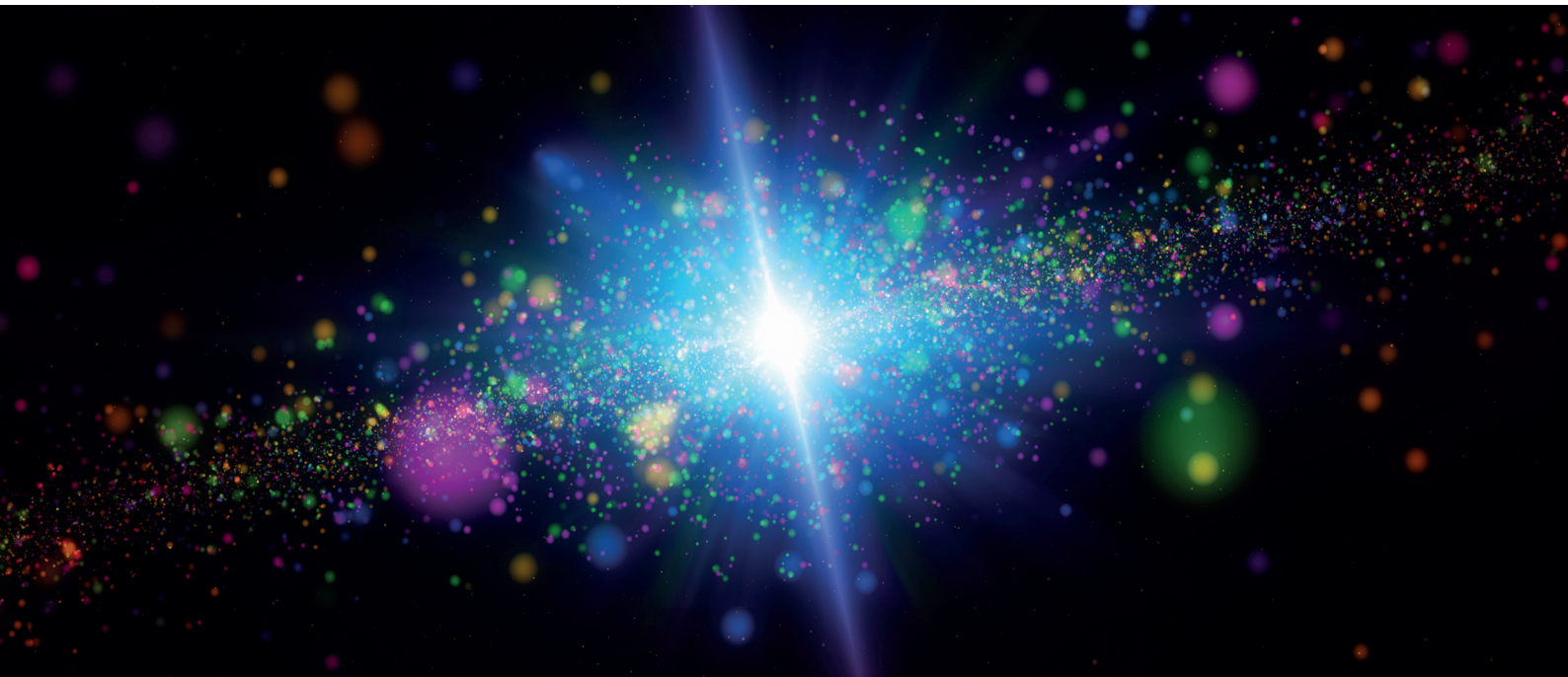
- أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحة الأجوبة بالعودة إلى الفقرة ذي العلاقة:
١. ما أبرز استخدامات المشتقات المالية في ميدان الاستثمار؟
مرجع الإجابة: الفقرة ١
 ٢. اذكر وجهي الاختلاف الرئيسيين بين العقد المستقبلي وعقد الخيار؟
مرجع الإجابة: الفقرتان ٢-٢ و ٢-٣
 ٣. ما المصطلح المستخدم لوصف بائع العقد المستقبلي؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٢
 ٤. ماذا نسمي المستثمر الذي يُبرم عقداً لتسليم أحد الأصول خلال ثلاثة أشهر من الوقت الحاضر؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٢
 ٥. ما الاسم الذي يُطلق على بائع عقد الخيار؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٣
 ٦. ما نوع عقد الخيار الذي يمنح حامله الحق في بيع أحد الأصول؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٣
 ٧. ماذا نسمي السعر المدفوع للحصول على عقد الخيار، ولَمَنْ يُدفع هذا السعر؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٣
 ٨. ما المقصود بعقود مبادلة أسعار الفائدة؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٤
 ٩. أي أنواع المشتقات المالية لا يُتداول في البورصة؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٤ و ٥

الفصل السابع

صناديق الاستثمار

- ١. لمحة عامة عن صناديق الاستثمار ١٣٣
- ٢. الصناديق المفتوحة ١٣٨
- ٣. شركات الاستثمار المغلقة ١٤٣
- ٤. صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة (ETF) ١٤٧
- ٥. صناديق التحوُّط ١٤٨
- ٦. صناديق الملكية الخاصة ١٤٩

يتضمن هذا الفصل قرابة ٧ أسئلة من أصل ٥٠ سؤالاً من أسئلة الاختبار



١ - لمحة عامة عن صناديق الاستثمار

عندما يتخذ المستثمرون قراراً بالاستثمار في فئة محدّدة من الأصول مثل الأسهم، يمكنهم اتباع إحدى طريقتين: الاستثمار المباشر أو الاستثمار غير المباشر.

يحدث الاستثمار المباشر عندما يشتري المستثمر شخصياً أسهماً في شركة ما، ك شراء أسهم في شركة التكنولوجيا العملاقة آبل.

أما الاستثمار غير المباشر، فيحدث عندما يشتري المستثمر حصةً في صندوق استثمار مثل صندوق استثمار مشترك يستثمر بدوره في مجموعة متنوعة من مختلف أسهم الشركات، بما في ذلك شركة آبل مثلاً.

فإذا أراد المستثمر تنويع استثماراته باستخدام طريقة الاستثمار المباشر، فإنه يحتاج إلى مبالغ كبيرة من المال، لذا يفصل كثير من المستثمرين طريقة الاستثمار غير المباشر.

وهناك مجموعة متنوعة من الصناديق التي تقوم بجمع الموارد من عدد كبير من المستثمرين لإتاحة فرص الاستثمار على أنواعها. وتُعرف هذه الصناديق المجمعّة معاً باسم "برامج الاستثمار الجماعي" (Collective Investment Scheme) أو "صناديق الاستثمار" أو "وسائل الاستثمار الجماعي". (يُستخدم مصطلح "برامج الاستثمار الجماعي" على المستوى الدولي، إلا أن صناديق الاستثمار تُعرف بأسماء أخرى أيضاً، مثل صناديق الاستثمار المُشترك أو صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة (unit trusts) أو شركات الاستثمار المفتوحة (Open-Ended Investment Companies OEICs).

ومن بين المصطلحات الأخرى التي سَنُصادفها هنا: الصناديق المفتوحة والصناديق المغلقة. والصندوق المفتوح عبارة عن صندوق يمكن من خلاله إضافة أسهم جديدة أو إلغاؤها عند بيعها وذلك بناءً على طلب المستثمر، بحيث يمكنه زيادة حجم رأس المال أو خفضه - ومن الأمثلة على ذلك صناديق الاستثمار المشترك. أما الصندوق المغلق، فتكون له قاعدة رأس مال ثابتة. وإذا أراد المستثمر شراء الأسهم، يمكن للصندوق تحقيق ذلك عن طريق البورصة عبر شرائها من مستثمر آخر يريد بيعها. وهكذا تبقى قاعدة رأس مال الصندوق ثابتة، كما هي الحال في صناديق الاستثمار المغلقة في الولايات المتحدة الأمريكية.

يُصايف المستثمر على الأرجح مجموعة متنوعة من صناديق الاستثمار، لأن كثيراً منها اليوم أصبح ينشأ في بلد ما ومن ثم يُتداول على مستوى العالم. وغالباً ما يُطلق على الصناديق التي تتأسس في أوروبا وتُتداول عالمياً اسم صناديق "تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل" (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) funds)، أي أنّ هذه الصناديق تخضع لنظام تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل في الاتحاد الأوروبي. ويُعدّ هذا التصنيف أحد تدابير الجودة الذي من شأنه أن يجعل هذه الصناديق مقبولة ومتداولة في عدّة دول في الشرق الأوسط وآسيا.

وتُعدّ لوكسمبورغ المركز الأوروبي الرئيسي لتأسيس الصناديق التي تُتداول عالمياً، حيث تُصمّم صناديق الاستثمار غالباً في هيكل شركة استثمار ذات رأس مال متغيّر (OEIC) تُعرف باسم Société d'Investissement à Capital Variable أو سيكاف (SICAV).

كما تُصدّر صناديق الاستثمار المُعدّة للاستثمار دولياً في مناطق أخرى، مثل المملكة المتحدة وأيرلندا وجيرسي، حيث يكون الهيكل القانوني للشركة إما شركة استثمارية مفتوحة أو صندوق وحدات مفتوح على الأغلب.

ويمكننا أن ندرك مدى الانتشار الواسع لصناديق الاستثمار وأهميتها دولياً بالنظر إلى الصناديق المُرخّصة للاستثمار في البحرين، التي لديها المجموعة الأوسع نطاقاً من صناديق الاستثمار المتوافرة في منطقة الخليج العربي، حيث يتجاوز عدد الصناديق المسجلة للبيع ١,٧٠٠ صندوق. ومع أنّ مقرّ بعض هذه الصناديق يقع في البحرين، إلّا أنّ كثيراً منها صادرٌ عن مؤسسات إدارة الصناديق الدولية، مثل شركة بلاك روك (BlackRock) وفيدليتي للاستثمارات (Fidelity) وبي مورغان (J.P. Morgan). وتضم صناديق سيكاف (راجع الفقرة ١-٢-٢) وشركات استثمار ذات رأس مال متغيّر (Investment Companies with Variable Capital ICVCs - راجع الفقرة ٣-٢-٢) وصناديق وحدات استثمار مفتوحة من مجموعة من الشركات المعروفة عالمياً.

١-١ مزايا الاستثمار الجماعي

الهدف التعليمي

١-١-٧ فهم مزايا الاستثمار الجماعي وعيوبه ومخاطره المحتملة

تقوم صناديق الاستثمار بجمع الموارد من عددٍ كبير من المستثمرين لتصبّ في مكان واحد، وذلك بهدف تحقيق هدفٍ استثماريٍّ مشترك.

لجمع الاستثمارات هذا فوائد عدة، منها:

- خفض التكلفة نتيجة زيادة حجم الإنتاج (وفورات الحجم)
- تنويع الاستثمار
- الاستفادة من إدارة محترفة للاستثمارات
- الوصول إلى استثمارات في مواقع جغرافية محددة أو فئات من الأصول أو استراتيجيات استثمارية قد لا تتوافر أمام المستثمر الفرد
- الاستفادة من الرقابة التنظيمية في بعض الحالات
- تأجيل دفع الضرائب في بعض الحالات.

قد تنخفض قيمة الأسهم ومعظم الاستثمارات الأخرى كما أنها قد ترتفع أيضاً. وقد ينهار بعضها انهياراً سريعاً، مثلما حدث لشركة إنرون (Enron) أو المصارف التي احتاجت للإنقاذ أثناء الأزمة المالية العالمية. لكن يمكن للمستثمر الحدّ من تعرّضه لهذه المخاطر عبر تنويع استثماراته في المحفظة بحيث يمكنه التعويض عن الأداء السلبي لأحد مكوناتها بالأداء الإيجابي للاستثمارات الأخرى. وبعبارة أخرى، يخفّف المستثمر من وطأة المخاطر حين يستثمر في محفظة منوعة من الاستثمارات (علماً بأنّ الحدّ من التعرّض لمخاطر الاستثمار يترافق مع تضائل فرص تحقيق أداء استثنائي يفوق التوقعات أيضاً— لكنّ كثيراً من المستثمرين يحدّون هذه الطريقة طالما أن التنويع يؤدي إلى الحدّ من مخاطر التعرّض لخسائر جسيمة أو خسارة استثماراتهم كلها).

ويحتاج المستثمر في حالة الاستثمار المباشر إلى مبلغ كبيرٍ من المال إذا أراد إنشاء محفظة منوعة من الاستثمارات. فإذا رغب أحد الأفراد، على سبيل المثال، باستثمار مبلغ ثلاثة آلاف دولار أمريكي في شراء أسهم ٣٠ شركة مختلفة، يستطيع

صناديق الاستثمار

أن يستثمر ١٠٠ دولار أمريكي مثلاً في كل شركة. لكنه في هذه الحالة سيضطر إلى إنفاق جزء كبير من ماله لتسديد رسوم العمولات، التي قد تبلغ ١٠ دولار أمريكي عن كل عملية على أدنى تقدير.

أمّا في حال الاستثمار غير المباشر، فيضع المستثمر مبلغ الثلاثة آلاف دولار أمريكي كاملاً في صندوق استثمار جماعي مع ٨٠ مستثمر آخر أو أكثر، على سبيل المثال، ما يخفّض نسبة العمولة التي يُسَدِّدها مقارنةً بالاستثمار المباشر نظراً لتقاسم هذه التكاليف بين عدد من المستثمرين.

كما قد يستثمر صندوق الاستثمار عادةً في أسهم شركات من قطاعات متنوعة، ما يُحقّق تنوعاً من ناحية القطاعات وليس من ناحية الأصول فحسب (وبالتالي تتخفّض مخاطر الاستثمار في عدد من الأسهم التي يرتبط أداؤها ارتباطاً وثيقاً في ما بينها). وقد يستثمر الصندوق في مجموعة واسعة من السندات أيضاً. وتضع بعض الصناديق مبالغ محدودة من استثماراتها على هيئة ودائع مصرفية في البنوك أو حتّى في صناديق استثمار أخرى.

أما الدافع الرئيسي الآخر لتوظيف الأموال في صناديق الاستثمار الجماعي، فيتمثّل في الاستفادة من خبرات مدير الصندوق المحترف. إذ يدير مدير الصندوق الأموال المجمّعة بعناية، ويتتّبّع حركة الأسواق، ويحلّلها قبل اتّخاذ قرارات البيع أو الشراء أو حتى الاحتفاظ بالاستثمارات المختلفة. فالقلة قليلة من المستثمرين الأفراد يحظون بالوقت الكافي أو الرغبة أو المهارة اللازمة لإدارة استثماراتهم بأنفسهم بالكفاءة ذاتها.

لكنّ مدراء الصناديق لا يعملون بلا مقابل طبعاً، إذ يتقاضى هؤلاء رسوماً من المستثمرين لقاء جهودهم في إدارة الاستثمارات الجماعية. وقد تُدفع هذه الرسوم عند الاشتراك في الصندوق (رسوم اشتراك أو رسوم أولية) أو عند الخروج منه (رسوم الخروج) بالإضافة إلى رسوم الإدارة السنوية. وتُستخدم هذه الرسوم لتسديد أجور مدراء الصناديق وتغطية مصاريف التقنيات الإلكترونية المُستخدمة وعمليات البحث وتكاليف أنظمة التداول والتسوية وإدارة المخاطر، إلى جانب تحقيق الربح. وكذلك، ليس هناك ما يضمن أن تحقّق الإدارة المحترفة للصندوق نتائج باهرة وأن تتجنّب صناديق الاستثمار تكبّد الخسائر في حالات تدهور الأسواق. وفي الحقيقة، أظهرت الأبحاث الحديثة أنّ كثيراً من الصناديق المُدارة بالاستراتيجيات النشطة تعجز على نحو مستمرّ عن التفوق على أداء مؤشرات القياسية، الأمر الذي أثار جدلاً واسعاً بين أنصار استخدام الاستراتيجيات النشطة (الفاعلة) وأنصار استراتيجيات الإدارة غير النشطة (غير الفاعلة) للمحافظ الاستثمارية (راجع الفقرة أدناه) وزاد من الضغوط على الصناديق المُدارة بالاستراتيجيات النشطة لكي تخفّض أجورها.

٢-١ استراتيجيات الاستثمار

الهدف التعليمي

٢-١-٧ معرفة الفارق بين الإدارة النشطة (الفاعلة) والإدارة غير النشطة (غير الفاعلة) (للمؤشرات مثلاً)

تتوافر مجموعة واسعة من صناديق الاستثمار التي تختلف من ناحية أهدافها الاستثمارية واستراتيجياتها. ولكلّ من هذه الصناديق محفظة استثمارية يديرها مدير صندوق يسعى إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الواضحة والمحدّدة.

ومن الأمثلة على أهداف الصناديق: الاستثمار في أسهم الشركات البريطانية التي تمتلك القدرة على تحقيق نموّ في رأس المال يفوق المتوسط والتفوق على مؤشر فوتسي (مؤشر الفاينانشال تايمز) لجميع الأسهم (FTSE All-Share). ومن

الأمثلة الأخرى على أهداف الصناديق الاستثمارية: زيادة الدخل إلى الحد الأقصى أو تحقيق نمو بنسب ثابتة في كل من رأس المال والدخل.

وفي كل واحدة من هذه الحالات، يجري أيضاً توضيح نوع الاستثمار الذي سيستثمر فيه مدير الصندوق: الأسهم أو السندات أو العقارات أو النقد أو أدوات سوق النقد أو كلٍ مما سبق، وما إذا كانت المشتقات سوف تُستخدم للتحوط ضد مخاطر تغير سعر الصرف ومخاطر السوق الأخرى.

ولا بُد أيضاً من فهم استراتيجية الاستثمار التي يتبعها المدير. والمقصود به المنهج الذي يتبعه مدير الصندوق عند اختيار الأصول وتحقيق أهداف الصندوق. ونوضح في ما يأتي الفرق بين الإدارة النشطة (الفاعلة) والإدارة غير النشطة (غير الفاعلة) للاستثمار.

١-٢-١ الإدارة غير النشطة (غير الفاعلة)

يبرز مصطلح الإدارة غير النشطة (غير الفاعلة) في صناديق الاستثمار التي توصف بأنها تتعقب المؤشرات. ويتمثل ربط الصندوق بالمؤشرات [بالإنجليزية: Index-tracking أو indexation] في بناء المحفظة الاستثمارية بحيث تتعقب، أو تحاكي، أداء مؤشر معروف من مؤشرات الأسهم. وتعدّ الصناديق المرتبطة بالمؤشرات من المجالات الأسرع نمواً على الإطلاق في عالم الاستثمار.

تفترض الإدارة غير النشطة (غير الفاعلة) للصناديق أن تسعير الأسهم في الأسواق المالية يتميز بالكفاءة، أي أن أسعار الأسهم تعكس قيمتها الحقيقية، وبالتالي لا يمكن للمدير التفوق على الأداء الاستثماري للمؤشر. ومن هنا، لا يحاول مدير الصندوق توقع الأحداث المستقبلية أو التفوق على الأداء الشامل للسوق.

ومزايا الإدارة غير النشطة (غير الفاعلة) هي:

- قلماً يتفوق أداء مدراء الصناديق النشطة على أداء المؤشرات القياسية بانتظام وعلى نحو مستمر.
- للصناديق الاستثمارية المُدارة على نحو غير فعال تكاليف إدارية أقل مقارنةً بتلك المُدارة بفعالية بسبب الحاجة إلى عدد أقل من الموظفين لإدارتها وانخفاض معدل دوران محافظها الاستثمارية.

أما عيوبها فتشمل الآتي:

- يتأثر أداء الصندوق بالحاجة إلى إدارة التدفقات النقدية وإعادة التوازن إلى المحفظة لمجاراة التغيرات في ترجيحات مكُونات المؤشر وتعديل المحفظة الاستثمارية بالتزامن مع إضافة أسهم جديدة إلى المؤشر أو إخراج أسهم منه. وقد تنجم عن ذلك أخطاء في تعقب المؤشر إذا كان أداء المحفظة لا يُطابق أداء المؤشر المرتبطة به.
- تفترض معظم المؤشرات أن توزيعات أرباح الأسهم المكونة للمؤشر يعاد استثمارها مباشرةً في تاريخ الإعلان عن توزيعات أرباح الأسهم نفسه (Ex-dividend date). غير أن صندوق الاستثمار غير النشط لا يستطيع إعادة استثمارها لحين استلامها، أي لمدة قد تصل إلى ستة أسابيع منذ الإعلان عنها.
- قد لا تُحقّق المحافظ المرتبطة بالمؤشرات أهداف المستثمر كافة.
- قد تنخفض المحافظ المرتبطة بالمؤشرات توازياً مع انخفاض المؤشر في الأسواق الهابطة (أسواق الدببة).

١-٢-٢ الإدارة النشطة

على نقيض سياسة الإدارة غير النشطة (غير الفاعلة)، تسعى الإدارة النشطة للصناديق إلى التفوق على أداء مؤشر ما في مدة زمنية معينة. ويتحقق ذلك بواسطة استخدام أدوات التحليل الأساسي والتحليل الفني التي تساعد في توقع الأحداث المستقبلية- التي قد تؤثر على السوق عامةً أو على شركة بعينها- وتوقيت عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها. وعادةً ما تتقاضى الصناديق المُدارة إدارة نشطة رسوماً أكبر من تلك المدارة إدارة غير نشطة (غير فاعلة).

ومن أكثر المصطلحات شيوعاً في هذا السياق:

- التحليل التنازلي (من القمة إلى القاعدة أو من العام إلى الخاص): ويعني تركيز المدير على الاتجاهات السائدة في الاقتصاد عموماً وفي قطاع الاستثمار بدلاً من توقعات آفاق شركات معينة؛
- والتحليل التصاعدي (من القاعدة إلى القمة أو من الخاص إلى العام): ويعني التركيز على تحليل صافي أصول شركة ما وقدرتها على تحقيق الربح في المستقبل وتدفعها النقدي وغير ذلك من المؤشرات الخاصة بالشركة.

ويشمل التحليل التصاعدي مجموعة متنوعة من استراتيجيات الاستثمار، نذكر منها:

- الاستثمار في الأسهم ذات فرص النمو الجيدة (استثمار النمو): اختيار أسهم الشركات التي تنتهياً لها في الحاضر فرص تحقيق نمو كبير على المدى البعيد.
- الاستثمار في الأسهم التي تتفاوت قيمتها السوقية وقيمتها الحقيقية (استثمار القيمة): اختيار أسهم الشركات التي تُقدَّر بأقل من قيمتها قياساً بأرباحها الحالية والمستقبلية وتدفعاتها النقدية.
- الاستثمار بالاتجاه السائد: اختيار الأسهم التي تشهد أسعارها ارتفاعاً في الوقت الحاضر مع توقع استمرار هذا الارتفاع.
- الاستثمار بعكس الاتجاه السائد في السوق: الوجه الآخر للاستثمار بالاتجاه السائد، وينطوي على اختيار الأسهم غير المرغوبة التي لم تحقق قيمتها العادلة.

وهناك أيضاً مجموعة متنوعة من الاستراتيجيات التي يستخدمها مدراء صناديق التحوط (سنتطرق إلى شرح صناديق التحوط في الفقرة ٥).

١-٢-٣ الجمع بين الإدارة النشطة والإدارة غير النشطة

بعد الاطلاع على استراتيجيات كل من الإدارة النشطة وغير النشطة، تجدر ملاحظة أنّ اتباع إحداهما لا يعني بالضرورة تجنب الأخرى تماماً.

فلا مانع من الدمج بين استراتيجيات الإدارة النشطة والسلبية، ويُطلق على الاستراتيجية في هذه الحالة مصطلح الإدارة المختلطة أو "استراتيجية المركز-النوايع" (core-satellite). وتعمل هذه الاستراتيجية على النحو الآتي: يُدار ٧٠٪ أو ٨٠٪ من قيمة المحفظة بواسطة تعقب مؤشر ما للحدّ من مخاطر التقصير في الأداء، ويُدعى هذا الجزء من المحفظة بالأساس أو المركز. ثمّ يتم صقل أداء هذا "المركز" بدقة عبر الاستثمار في مجموعة متنوعة من الأوراق المالية الفردية أو الصناديق التي تُدار بالاستراتيجية النشطة، ويُسمى هذا الجزء الصغير من الصندوق بالعنصر "التابع".

ويستطيع المدير بدلاً من ذلك استخدام صناديق بيتا الذكية، التي تجمع بين عناصر كل من استراتيجيات الاستثمار غير النشط والنشط التقليدية، إذ تسعى صناديق بيتا إلى التفوق على أداء استراتيجيات الإدارة غير النشطة (غير الفاعلة)

التقليدية بواسطة تطبيق الأفكار الاستثمارية التي تنشئ القيمة، مثل العثور على صفقات رابحة (القيمة) أو اتباع اتجاه سائد في السوق أو البحث عن الاستثمارات الآمنة (حدّ أدنى من المخاطر).

٢- الصناديق المفتوحة

الهدف التعليمي

١-٢-٧ معرفة خصائص صندوق الاستثمار المفتوح/صندوق الاستثمار المشترك وأنواع الصناديق المختلفة: الولايات المتحدة الأمريكية؛ أوروبا

يمكن لصندوق الاستثمار المفتوح إصدار الوحدات واستردادها في أي وقت كان، حيث يمتلك كل مستثمر حصة تتناسب مع ملكيته في محفظة الأسهم المُدارة، ما يجعله شريكاً في أي نمو يحققه الصندوق. وتتناسب قيمة كل وحدة مع القيمة الكلية للمحفظة الاستثمارية المُدارة.

فإذا رغب المستثمر بالاستثمار في صندوق مفتوح، يجب عليه تقديم طلب بذلك إلى إدارة الصندوق مباشرةً ودفع مبلغ المال الذي يرغب في استثماره. وبإمكان إدارة الصندوق إنشاء وحدات جديدة استجابةً لهذا الطلب، وإصدار وحدات جديدة بسعر يركز إلى قيمة المحفظة الاستثمارية. وإذا قرّر المستثمر بيع استثماراته في الصندوق، فيجب عليه التقدم بطلب إلى إدارة الصندوق أيضاً، التي ستولّي استرداد الوحدات ودفع قيمتها للمستثمر وفقاً لنسبة موجوداته من المحفظة المُدارة.

وبالتالي، يمكن أن يتوسّع حجم الصندوق المفتوح ويتقلّص بناءً على طلب المستثمرين. ولهذا السبب سُمّي بالصندوق المفتوح.

١-٢ صناديق الاستثمار المفتوحة الأمريكية

من أشهر أنواع صناديق الاستثمار الأمريكية صندوق الاستثمار المشترك، كما ورد تعريفه في قانون استثمار الشركات لعام ١٩٤٠ (القانون رقم ٤٠). ويُعرّف من الناحية القانونية بأنه "شركة مفتوحة" تعمل وفقاً لقوانين الأوراق المالية الفدرالية. ويُعدّ صندوق الاستثمار المشترك أحد الأنواع الثلاثة الرئيسية لصناديق الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية، وسنتناول النوعين الآخرين لاحقاً في هذا الفصل عند الحديث عن الصناديق المغلقة.

والفارق الأساسي الذي يميّز هذه الصناديق:

- يمكن للصندوق المشترك إنشاء الوحدات الجديدة وبيعها لاستيعاب الطلب من المستثمرين الجدد.
- يشتري المُستثمرون وحدات صندوق الاستثمار المشترك مباشرةً من الصندوق نفسه، وليس من مستثمرين آخرين في الأسواق الثانوية مثل سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) أو بورصة ناسداك (نظام تحديد الأسعار الآلي التابع للمؤسسة القومية لوسطاء الأوراق المالية).
- يعتمد السعر الذي يدفعه المستثمرون لشراء وحدات صندوق الاستثمار المشترك على صافي قيمة أصول الصندوق (أي قيمة المحفظة الاستثمارية المُدارة) بالإضافة إلى أي مصاريف يتكبّدها الصندوق.

صناديق الاستثمار

• تدار محافظ الاستثمار في صناديق الاستثمار المشترك في العادة بواسطة كيانات مُستقلة تُعرف باسم شركات الاستشارات الاستثمارية. وتكون هذه الشركات مرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC) الأمريكية التي تُعدّ الهيئة التنظيمية لقطاع الأوراق المالية في الولايات المتحدة.

يستطيع المستثمرون نظرياً وضع أوامر بيع الوحدات وشرائها في صناديق الاستثمار المشترك بواسطة التواصل مع الصندوق مباشرةً. أمّا على أرض الواقع، فتباع معظم وحدات صناديق الاستثمار المشترك وتُشتري عن طريق الوسطاء أو المصارف أو خبراء التخطيط المالي أو وكلاء التأمين.

ويعتمد السعر الذي يدفعه أحد المستثمرين لقاء شراء الوحدات أو يحصل عليه عند استردادها، على صافي قيمة المحفظة المُدارة، حيث يقيّم صندوق الاستثمار المشترك محفظته يومياً بغرض تحديد قيمة محفظته الاستثمارية، ويحدّد على هذا الأساس السعر الذي سيتداول به المستثمرون. ويمكن الحصول على صافي قيمة الأصول من الصندوق ومن موقعه على الإنترنت والصفحات المالية في الصحف الرئيسية.

عندما يشتري أحد المستثمرين وحدات في الصندوق، فإنّه يدفع مبلغاً يعادل صافي قيمة الأصول الحالية لكل وحدة بالإضافة إلى أي رسوم يفرضها الصندوق. أما عندما يبيع وحداته، فيدفع له الصندوق مبلغاً يعادل صافي قيمة الأصول مطروحاً منه أي تكاليف يتكبّدها الصندوق لاسترداد الوحدات. ويجب التّوّه إلى أن الصّناديق المشتركة كلها يمكن أن تستردّ وحدات المستثمر أو تعيد شراءها في أيّ يوم عمل، ويجب على الصندوق إرسال الدفعة المالية خلال سبعة أيام.

ويشتمل تشغيل صندوق الاستثمار المشترك على تكاليف مختلفة، مثل رسوم تداولات ملاك الوحدات ورسوم استشارات الاستثمار وتكاليف التسويق والتوزيع. وتلقّي صناديق الاستثمار المشترك بهذه التكاليف على كاهل المستثمرين عن طريق فرض الرسوم. وبموجب قوانين هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية، يجب على صناديق الاستثمار المشترك الإفصاح عن كلّ من الرسوم المفروضة على ملاك الوحدات ونفقات التشغيل في جدولٍ للرسوم يوضع في مُقدّمة نشرة الاكتتاب الخاصة بالصندوق.

وتختلف الضّرائب المفروضة على صناديق الاستثمار الأمريكيّة باختلاف نوع الصندوق.

فعلى سبيل المثال، تُصنّف بعض الصناديق على أنّها مُعفاة من الضرائب، مثل صناديق سندات الحكومات المحلية، حيث تُعفى توزيعات أرباح الوحدات كافة من ضريبة الدخل الفدرالية بل والمحلية أيضاً في بعض الأحيان. غير أنّه يجب سداد الضريبة على أي أرباح رأسمالية.

أمّا بالنسبة لصناديق الاستثمار المشترك الأخرى، فهناك ضريبة دخل مستحقة على توزيعات أرباح الوحدات وأي أرباح ناتجة عن بيع الوحدات. بالإضافة إلى ذلك، قد يتعيّن على المستثمرين أيضاً دفع ضرائب سنوية على أرباح الصندوق الرأسمالية، وذلك لأن قانون الولايات المتحدة الأمريكية يفرض على صناديق الاستثمار المشترك توزيع أرباح رأسمالية على ملاك الوحدات في حال قيامهم ببيع الأوراق المالية وتحقيق ربحٍ لم تُقابله أي خسارة.

وفي ضوء الضرائب المفروضة على المستثمرين في صناديق الاستثمار المشترك من غير المقيمين في الولايات المتحدة الأمريكية، غالباً ما تكون صناديق الاستثمار التي تتخذ من أوروبا أو أي مكانٍ آخر في العالم مقراً لها أفضل لهم من الناحية العمليّة.

٢-٢ الصناديق المفتوحة الأوروبية

توجد في أوروبا ثلاثة أنواع رئيسية من صناديق الاستثمار: صناديق سيكاف (SICAV) وصناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة وشركات الاستثمار المفتوحة (OEIC).

وكما أشرنا في الفقرة ١ من هذا الفصل، يستخدم معظم هذه الصناديق هيكل صناديق تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل (UCITS). ويشير هذا المصطلح إلى سلسلة من التشريعات التي وضعها الاتحاد الأوروبي في الأصل لتيسير الترويج للصناديق بين المستثمرين الأفراد عبر أرجاء القارة الأوروبية. لذا فإن صناديق تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل تمثل للمتطلبات الواردة في هذه التوجيهات، بغض النظر عن البلد الأوروبي الذي نشأت فيه.

وقد صدرت هذه التوجيهات بهدف ابتكار هيكل لمبيعات صناديق الاستثمار العابرة للحدود في أنحاء الاتحاد الأوروبي كافة. وبذلك فإنها توفر الفرصة لبيع صندوق الاستثمار عبر أنحاء الاتحاد كله، مع التقيد بالقوانين المفروضة من قبل السلطات التنظيمية في البلد الذي يوجد فيه.

ولذلك يجب الانتباه إلى نقطة مهمة هنا، وهي أنه عندما يسعى صندوق الاستثمار أولاً للحصول على ترخيص من الهيئات التنظيمية، فإنه سوف يسعى للحصول على ترخيص بوصفه من صناديق تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل (UCITS). فعلى سبيل المثال، بدلاً من أن يتم ترخيص أحد صناديق الاستثمار من قبل الهيئات التنظيمية في لوكسمبورغ واقتصار التسويق بين عامة المستثمرين في لوكسمبورغ فقط، فإن حصوله على ترخيص بوصفه من صناديق تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل يعني أنه يصبح قابلاً للتسويق والتداول عبر كافة دول الاتحاد الأوروبي.

وفي حين أن التشريعات المتعلقة بصناديق تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل لا تنطبق مباشرة على الصناديق خارج حدود الاتحاد الأوروبي، تعترف بها دول أخرى، مثل سويسرا وهونغ كونغ، عندما ترغب الصناديق في الحصول على ترخيص للبيع ضمن حدود تلك الدول. وينظر كثير من بلدان العالم إلى هذا النوع من الصناديق على أنها بمثابة علامة تجارية تدل على جودة آلية إدارة الصندوق وحسن ضبطه والإشراف عليه من قبل السلطات التنظيمية.

١-٢-٢ صناديق سيكاف وصناديق إف سي بي (FCPs)

كما ذكرنا في الفقرة ١، تُعد لوكسمبورغ أحد المراكز الرئيسية للصناديق التي تنشأ بغرض توزيع وحداتها على المستثمرين عبر أنحاء القارة الأوروبية والعالم. وتدير مجموعات الصناديق الأمريكية الرئيسية ونظيراتها الأوروبية مجموعة هائلة من صناديق الاستثمار من لوكسمبورغ، ومن ثم تُوزع وحداتها بعد ذلك وتُباع ليس فقط في أوروبا بل في الشرق الأوسط وآسيا كذلك.

وتُعد صناديق سيكاف (SICAV) - الشركات الاستثمارية ذات رأس المال المتغير، أو بعبارة أخرى شركات الاستثمار المفتوحة - النوع الرئيسي من صناديق الاستثمار المفتوحة. وتتميز بالخصائص الرئيسية الآتية:

- هي عبارة عن صناديق مفتوحة، وبالتالي يُمكن إضافة وحدات جديدة أو إخراج الوحدات من الصندوق تلبيةً لطلب المستثمرين.
- تحصل المعاملات مباشرةً مع مجموعة إدارة الصندوق أو عن طريق شبكة الوكلاء الخاصة بها.
- تُقيّم محفظة الصندوق يومياً، ويرتبط سعر بيع الوحدات وشرائها مباشرةً بقيمة أصول المحفظة المُدارة.

صناديق الاستثمار

- تُسعر بأسعارٍ أحاديّة، ما يعني أن السعر نفسه يُستخدم عند البيع والشراء. وتُضاف أي رسوم مفروضة على المشتريات في وقت لاحق.
- تُهيكل هذه الصناديق عادةً على هيئة "مظلة استثمارية"، أي أن كل صندوق يشتمل على عدّة صناديق أخرى تعمل تحت مظلة كيانٍ قانوني واحد. وعادةً ما يعني هذا أنه يمكن إجراء عمليات التحويل من صندوقٍ إلى آخر برسمٍ مُخفّضٍ أو بدون أي رسوم على الإطلاق.
- يأخذ هيكلها القانوني صيغة شركة مقرها في لوكسمبورغ. ومع أنّ الجوانب الرئيسية لإدارة الصندوق يجب أن تتم في لوكسمبورغ أيضاً، إلا أن إدارة الاستثمار تحدث غالباً في لندن أو إحدى العواصم الأوروبيّة الأخرى.

أما النوع الرئيسي الآخر للصناديق في أوروبا فهي صناديق إف سي بي (Fonds Commun de Placement) [حرفياً: صناديق الاستثمار المُشترك]. فعلى غرار صناديق الوحدات المفتوحة التي سنتناولها بمزيدٍ من التفصيل لاحقاً، ليس لهذه الصناديق كيانٌ قانوني، بل يعتمد هيكلها بدلاً من ذلك على عقدٍ يُبرم بين مدير الصندوق والمستثمرين. وينصّ العقد على إدارة الصندوق على أساسٍ مُجمّع.

ونظراً لأنّ صناديق إف سي بي تفنقر إلى الشخصية القانونيّة، يجب أن تشرف عليها شركة مختصة بالإدارة. وباستثناء ذلك، تُعدّ إدارتها شبيهة جداً بإدارة الصناديق ذات رأس المال المُتغيّر (سيكاف) المذكورة آنفاً.

٢-٢-٢ صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة

صندوق الوحدات الاستثمارية المفتوح عبارة عن صندوق استثمار يتم إنشاؤه على أنه صندوق يكون فيه أمين الصندوق بمثابة المالك القانوني للأصول محلّ التعاقد، في حين يتمتّع ملاك الوحدات بحق الانتفاع من الصندوق.

وعلى غرار الأنواع الأخرى من صناديق الاستثمار المفتوحة، من الممكن أن ينمو الصندوق عندما يزداد عدد المستثمرين فيه. وقد يتقلّص حجمه عند بيع المُستثمرين لوحدهم إلى الصندوق مرّةً أخرى، حيث تُلغى هذه الوحدات حينها. ويتعامل المستثمرون في هذه الصناديق مباشرةً مع إدارة الصندوق عندما يرغبون في البيع والشراء، كما هي الحال في صناديق سيكاف.

وتبرز الفروق الرئيسية بين صناديق الوحدات المفتوحة وصناديق الاستثمار المفتوحة التي درسناها قبل قليل في الأطراف المعنيّة بالصندوق وكيفية تسعير وحدات الصندوق.

والطرفان الأساسيان في صناديق الوحدات المفتوحة هما مدير الصندوق وأمين الصندوق:

- يبرز دور مدير صندوق الوحدات المفتوح في إتخاذ القرارات بشأن أيّ من الاستثمارات ستُضاف إلى الصندوق على نحوٍ يتماشى مع قواعد الصندوق واللوائح القانونية التنظيمية. وبذلك يُقرّر الأوراق الماليّة الواجب شراؤها أو بيعها ويُحدّد توقّيت عمليات البيع والشراء. وقد يستعين في بعض الحالات بمدير استثمار مستقلّ في عملية صنع القرار. كما يوفّر المدير سوقاً لوحدهم عن طريق التعامل مع المستثمرين الراغبين في شراء الوحدات أو بيعها. ويتولّى كذلك مهمة التسعير اليومي للوحدات، وذلك استناداً إلى صافي قيمة الأصول المكوّنة لمحفظة الصندوق.
- يجب على كل صندوق من صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة تعيين أمين للصندوق، الذي يُعدّ المالك القانوني للأصول في الصندوق ويحتفظ بالأصول لصالح ملاك وحدات الصندوق. كما يحمي الأمين مصالح المستثمرين عن طريق عدد من المهام منها تطبيق الرقابة على قرارات مدير الصندوق. ويتولّى أيضاً مسؤولية إنشاء وحدات جديدة للصندوق. ويكون أمناء الصناديق عادةً منظمّاتٍ يستطيع ملاك الوحدات انتمائها على أصولهم، وغالباً ما تكون هذه المنظمات عبارة عن مصارف ضخمة أو شركات تأمين.

وعلى غرار صناديق الاستثمار الأخرى، إنّ السعر الذي يدفعه المستثمر للاشتراك في صندوق الوحدات المفتوح أو يحصل عليه عند بيع حصّته يتوقّف على صافي قيمة أصول المحفظة المُدارة. لكنّ تسعير الوحدات عموماً في صناديق الوحدات المفتوحة يحصل على أساس التسعير التثائي بدلاً من التسعير الأحادي المُعتمد في صناديق سيكاف.

- يجري تحديد قيمة المحفظة المُدارة في صناديق الوحدات المفتوحة يومياً بحسب سعري العرض والطلب للاستثمارات المكوّنة للمحفظة الاستثمارية.
- وتنتج عن ذلك قيمتان لصافي أصول المحفظة: تمثّل الأولى القيمة التي يمكن أن تباع عندها استثمارات المحفظة، بينما تُمثّل الأخرى تكلفة الشراء.
- وتُستخدَم هاتان القيمتان بعد ذلك لحساب سعريين منفصلين: الأول سعر بيع المستثمرين لوحدهم، والآخر السعر الذي يدفعه المستثمرون لشراء الوحدات.

ولهذا السبب، تُوصف صناديق الوحدات المفتوحة بأنها ثنائية التسعير. فلها سعرٌ للعرض يحصل عليه المستثمر في حالة البيع، وآخر للطلب يدفعه المستثمر الذي يرغب في شراء الوحدات من الصندوق. ويُعرف الفرق بين الاثنين بالفارق بين سعر البيع وسعر الشراء [بـالإنجليزية: bid-offer spread].

وتضيف صناديق الوحدات المفتوحة أيّ رسوم أوليّة مفروضة على الراغبين في الاشتراك في الصندوق إلى سعر العرض المعلن عنه.

٢-٢-٣ شركات الاستثمار المفتوحة (OEICs)

تُعدّ شركات الاستثمار المفتوحة نموذجاً آخر لصناديق الاستثمار في أوروبا، وتمثّل صيغة من صيغ شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغيّر التي تُصمّم في هيكل شركة ويحمل المستثمرون أسهماً فيها.

ويُستخدَم مصطلح صناديق الاستثمار المفتوحة على نطاق واسع في المملكة المتحدة، بينما يُستخدَم لوصفها في أيرلندا مصطلح (VCC) variable capital company [حرفياً: شركة برأس مال متغيّر]، ولها هيكل مشابهة لصناديق سيكاف، كما تشبه صناديق سيكاف وصناديق الوحدات المفتوحة من ناحية السماح للمستثمرين الراغبين في البيع والشراء بالتعامل مباشرة مع الصندوق.

وتتمثّل الخصائص الرئيسية لشركات الاستثمار المفتوحة بالأطراف المعنيّة بالصندوق وآلية تسعيره:

- عند إنشاء صندوق الاستثمار المفتوح، يجب تعيين مدير شركة مفوّض (Authorised Corporate Director) (ACD) وشركة إيداع (depository)، حيث يتحمّل مدير الشركة المفوّض مسؤولية الإدارة اليومية للصندوق، بما في ذلك إدارة الاستثمارات وتحديد قيمة الصندوق وتسعيه والتعامل مع المستثمرين. وقد تقوم الشركة التي تتولى إدارة الصندوق بهذه المهام بنفسها أو توكلها إلى طرف ثالث متخصص.
- تُحفظ استثمارات الصندوق لدى شركة إيداع مُتخصّصة تتولّى المسؤولية عن الاستثمارات لصالح ملاك وحدات الصندوق وتُشرف على نشاطات مدير الشركة المفوّض. وتؤدّي شركة الإيداع دوراً يشبه دور أمين الصندوق في صناديق الوحدات المفتوحة؛ إذ تُعدّ المالك القانوني لاستثمارات الصندوق، بينما تُعدّ شركة الاستثمار المفتوحة نفسها المالك المستفيد من الاستثمار، وليس ملاك الوحدات.

أما القائم على سجل ملاك الوحدات فهو مدير الشركة المفوّض.

صناديق الاستثمار

ولشركات الاستثمار المفتوحة حق الاختيار بين أن تكون أحادية أو ثنائية التسعير، لكن معظمها يختار التسعير الأحادي. والمقصود بالتسعير الأحادي هنا استخدام متوسط أسعار الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية في السوق بغرض الوصول إلى سعر واحد يستخدمه المستثمرون للبيع والشراء على السواء. وبفضل استخدام طريقة التسعير هذه، لا تتوافر للصندوق إمكانية تحصيل نفقات التداول والعمولات، لذلك تُحدد قيمة هذه النفقات على نحو منفصل لكلِّ معاملة على حدة. كما تجدر الإشارة إلى أن الصندوق يتقاضى رسم الاشتراك الأولي على نحو منفصل عند المقارنة بين التسعير الأحادي والتسعير الثنائي.

٣- شركات الاستثمار المغلقة

الأهداف التعليمية

- ٧-٣-١ معرفة خصائص شركات الاستثمار المغلقة (ذات رأس المال الثابت): فئات الأسهم
- ٧-٣-٢ معرفة معنى الخصم والعلاوة في ما يتعلّق بتسعير شركات الاستثمار المغلقة
- ٧-٣-٣ معرفة آليات تداول أسهم شركات الاستثمار المغلقة

تُعَدُّ شركات الاستثمار المغلقة نموذجاً آخر لصناديق الاستثمار. فعند تأسيس الشركة للمرة الأولى، يصدر عدد معيّن من الأسهم للاكتتاب العام وتُتداول هذه الأسهم بعد ذلك في سوق للأوراق المالية. فإذا أراد المستثمرون لاحقاً شراء الأسهم، يمكنهم شراء الأسهم المعروضة للبيع في السوق.

وهكذا يبقى رأس مال الصندوق ثابتاً، فلا يزداد حجمه ولا يتقلّص كما يحدث في صناديق الاستثمار المفتوحة. ولهذا السبب، يُشار إلى هذه الصناديق على أنها صناديق مغلقة بغرض تمييزها عن صناديق الاستثمار المشترك وصناديق سيكاف وصناديق الوحدات المفتوحة وشركات الاستثمار المفتوحة.

٣-١ خصائص شركات الاستثمار المغلقة

توجد شركات الاستثمار المغلقة في كلّ من الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا.

٣-١-١ الولايات المتحدة الأمريكية

في الولايات المتحدة، يُشار إلى هذه الشركات باسم الصناديق المغلقة، وهي واحدة من الأنواع الثلاثة الرئيسية لشركات الاستثمار إلى جانب صناديق الاستثمار المشترك (راجع الفقرة ٢-١) وصناديق الوحدات الاستثمارية المغلقة.

في الولايات المتحدة، تأتي الصناديق المغلقة في أشكال عدّة وقد تكون لها أهداف واستراتيجيات استثمار مختلفة ومحافظ استثمارية مُتنوّعة. كما يمكن أن تختلف من حيث المخاطر والرسوم والتغيرات في قيمة صافي أصول الصندوق. ويُسمَح لهذه الصناديق بالاستثمار في كميات أكبر من الأوراق المالية غير السائلة مقارنةً بصناديق الاستثمار المشترك (الورقة المالية غير السائلة عموماً عبارة عن ورقة مالية لا يمكن بيعها في غضون سبعة أيام بالسعر التقريبي الذي يستخدمه الصندوق عند تحديد صافي قيمة الأصول). وبفضل هذه الميزة، تُصنّف الصناديق التي تسعى إلى الاستثمار في الأسواق حيث تكون الأوراق المالية غير السائلة ضمن مجموعة الصناديق المغلقة.

أما النوع الرئيسي الآخر لشركات الاستثمار الأمريكية فهو صناديق الوحدات المغلقة (Unit Investment Trust UITs)، التي لا تُداول محفظتها الاستثمارية على نحو نشط، بل تشتري محفظة ثابتة الحجم نسبياً من الأوراق المالية- قد تحتوي المحفظة على سبيل المثال، على خمسة أو عشرة أو عشرين من الأسهم أو السندات المحددة- وتحتفظ بها طوال عمر الصندوق بدون أي تغيير أو مع تغيير طفيف فقط بها.

وكما هي الحال في الصناديق المغلقة، تطرح هذه الشركة مبدئياً وحداتها للاكتتاب العام الأولي، غير أن القائمين على الصندوق يديرون سوقاً ثانوياً يتيح لملاك الوحدات إمكانية بيعها مرة أخرى إلى القائمين على الصندوق، كما تسمح لمستثمرين آخرين شراء الوحدات من إدارة الصندوق.

٣-١-٢ أوروبا

في أوروبا، تُعرف صناديق الاستثمار المغلقة بمصطلح "investment trusts" ويُشار إليها مؤخراً باسم "شركات الاستثمار" أو "الشركات الاستثمارية".

كانت صناديق الاستثمار المغلقة إحدى طلائع صناديق الاستثمار التي أُنشئت. فقد أُسس أول صندوق منها في المملكة المتحدة في ستينيات القرن التاسع عشر. وفي الحقيقة لا يزال هذا الصندوق قائماً حتى يومنا هذا، ويُطلق عليه اسم صندوق الاستثمارات الأجنبية والاستعمارية، ويُعد هذا الصندوق عالمياً حيث يستثمر في أكثر من ٣٠ سوقاً ويبلغ حجم استثماراته المُدارة ملياري جنيه إسترليني.

برغم تسمية هذه الصناديق على هذا النحو، إلا أنها تُعد بمثابة شركات وليست صناديق استثمار. فلكل منها مجلس إدارة وملاك وحدات. لكنها تشبه صناديق الوحدات المفتوحة من ناحية الاستثمار في مجموعة متنوعة من الاستثمارات، ما يتيح لملاك وحداتها تنويع استثماراتهم والحد من مخاطرها.

وتشتمل بعض شركات الاستثمار المغلقة على أكثر من نوع واحد من الأسهم. فقد تُصدر مثلاً الأسهم العادية والأسهم الممتازة، ويُشار إلى هذا النوع منها عموماً بـ "صناديق الاستثمار ذات رأس المال المجزأ".

وبخلاف شركات الاستثمار المفتوحة وصناديق الوحدات المفتوحة، يُسمح لصناديق الاستثمار المغلقة بالاقتراض الطويل الأجل بواسطة سحب القروض المصرفية أو إصدار السندات أو كليهما. وهذا يُمكنها من استثمار الأموال المقترضة لشراء مزيد من الأوراق المالية والأسهم، وهي عملية تُعرف باسم الرفع المالي أو الرافعة المالية. ولبعض صناديق الاستثمار هذه أجل مُحدد يجب عليها بحلوله إنهاء أعمالها وتصفية الشركة.

٣-٢ التسعير والخصم والعلاوة

سعر الوحدة هو المبلغ الذي يكون المستثمر على استعداد لدفعه مقابل شرائها. وينطبق هذا على شركات الاستثمار المغلقة.

لذا، تُحسب أسعار الوحدات في شركات الاستثمار المغلقة بطريقة مختلفة تماماً عن أسعار الوحدات في الصندوق المفتوح.

يجب أن نتذكر أن الوحدات في صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة تُباع وتشتري بواسطة مدير الصندوق وبسعر يُحدد على أساس قيمة الاستثمارات المُكوّنة للصندوق. كما تُباع الوحدات وتُشتري في شركات الاستثمار المفتوحة عن طريق مدير الشركة المفوض بسعر يُحتسب على أساس قيمة الاستثمارات المُكوّنة للصندوق أيضاً.

صناديق الاستثمار

لكن الوضع يختلف بالنسبة لسعر وحدة شركة الاستثمار المغلقة، لأنَّ قيمتها قد تختلف عن قيمة الاستثمارات المكوِّنة للمحفظة، إذ يجري تقييم المحفظة يومياً وتُعطى التفاصيل المتعلقة بصافي قيمة أصولها يومياً لسوق الأوراق المالية التي أُدرجت الشركة فيها. لكنَّ سعر الوحدات المتداولة يُحدَّد على أساس العرض والطلب، وقد يكون أعلى أو أدنى من صافي قيمة الأصول.

ويُشار إلى التداول الحاصل بسعر أعلى من صافي قيمة الأصول بمصطلح التداول بعلاوة. أما إذا كان سعر الوحدة أقل من صافي قيمة الأصول، فيُقال إنَّ الصندوق يتداول بخصم على قيمة الأصول المُدارة.

مثال

تُتداول وحدات صندوق الرائد الاستثماري المغلق بسعر ٢,٣٠ جنيه إسترليني، بينما يبلغ صافي قيمة أصوله ٢,٠٠ جنيه إسترليني لكل وحدة. نستنتج من ذلك أن الأسهم تُتداول بعلاوة، وأن هذه العلاوة تبلغ ١٥٪ من صافي قيمة الأصول المُدارة.

مثال

تُتداول وحدات صندوق الغد الاستثماري المغلق بسعر جنيه إسترليني واحد، في حين يبلغ صافي قيمة الأصول ١,٠٥ جنيه إسترليني لكل وحدة. وبالتالي نستنتج أن الوحدات تُتداول بخصم قدره ٤,٧٦٪ على صافي قيمة الأصول المُدارة.

عادةً ما تُتداول وحدات صناديق الاستثمار المغلقة بخصم على صافي قيمة الأصول.

وهناك عدّة عوامل تسهم في تحديد قيمة الخصم، وتختلف هذه العوامل من شركة استثمار لأخرى، كما أنَّها تؤثر على العائد. فعلى سبيل المثال، قد يعزّز سعر الخصم عائد توزيعات الأرباح لشركة الاستثمار المغلقة. والأهم من ذلك، يُعدّ الخصم دليلاً على نظرة المستثمرين في السوق عموماً إلى محفظة الصندوق واختياره للاستثمارات المكوِّنة لها. وقد تنخفض قيمة الخصم (أو قد تظهر علاوة حتّى) مع اقتراب نهاية العمر القانوني لصندوق الاستثمار أو عند اتّخاذ قرارات استراتيجية مهمة مثل الاندماج أو الاستحواذ.

٣-٣ التداول في وحدات صناديق الاستثمار المغلقة

على غرار أسهم الشركات الأخرى المدرجة في البورصة، تُباع وحدات صناديق الاستثمار المغلقة وتُشترى في أسواق الأوراق المالية مثل سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) أو سوق لندن للأوراق المالية (LSE).

٣-٤ صناديق الاستثمار العقاريّة المتداولة (Real Estate Investment Trusts)

الهدف التعليمي

١-٤-٧ معرفة الخصائص الرئيسية لصناديق الاستثمار العقاري المتداولة: التنوع العقاري؛ السيولة؛ المخاطر

تتمتع صناديق الاستثمار العقاريّة المتداولة أو صناديق الـريـتس (Real estate investment trusts REITs) بحضور قويّ في دولٍ عديدة مثل الولايات المتّحدة الأمريكيّة والمملكة المتّحدة وأستراليا وكندا وفرنسا، حيث تصل قيمة هذه السوق إلى أكثر من ٤٠٠ مليار دولار عالمياً.

وتُصنّف هذه الصناديق على أنها شركات استثمار عاديّة تجمع أموال المستثمرين بغرض الاستثمار في العقارات التجارية عموماً والعقارات السكنيّة أحياناً.

ومن الملامح الرئيسية لصناديق الاستثمار العقاريّة المتداولة أنّها تُتيح فرصة الحصول على عوائد العقارات المستثمرة وتجنب الازدواج الضريبي الذي كان موجوداً في السابق. فحتى زمن قريب، كان على المستثمر الذي يمتلك أسهم شركة عقاريّة دفع ضريبتين: ضريبة الدخل على توزيعات أرباح الأسهم والأرباح الرأسمالية بالإضافة إلى ضريبة الشركات. أما اليوم، فقد تغيّر الوضع بموجب القواعد الجديدة الخاصّة بصناديق الاستثمار العقاريّة المتداولة، وأسقط الالتزام بدفع ضريبة الشركات بشرط استيفاء شروط معيّنة، وبذلك أصبحت الضريبة تقتصر على توزيعات الأرباح التي يحصل عليها المستثمر.

تتيح صناديق الاستثمار العقاريّة المتداولة للمستثمرين الوصول إلى استراتيجيات الاستثمار العقاري المحترف، وقد تتيح لهم فرصاً جديدة كالاستثمار في العقارات التجارية، ما يُنوّع المخاطر التي قد تنجم عن الاستثمار العقاري المباشر.

كما تتغلّب هذه الصناديق على نوع آخر من المخاطر المرتبطة بالاستثمار المباشر في العقارات، وهي مخاطر التسييل أي مقدار سهولة بيع العقارات وشرائها. وتُصنّف صناديق الاستثمار العقاريّ ضمن مجموعة صناديق الاستثمار المغلقة، وتُدرج في أسواق الأوراق المالية، وتُباع وحداتها وتُشتري على غرار غيرها من صناديق الاستثمار المغلقة.

٤ - صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة (Exchange-Traded Funds)

الهدف التعليمي

١-٥-٧ معرفة الخصائص الأساسية لصناديق المؤشرات المتداولة في البورصة: التداول؛ أساليب المحاكاة؛ التركيبية وغير التركيبية

صندوق المؤشرات المتداول في البورصة (Exchange-Traded Fund ETF) هو صندوق استثمار يهدف في العادة إلى تعقب مؤشر معين في سوق الأوراق المالية مثل مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ (S&P 500)، حيث يشتري المستثمر أسهماً في هذا الصندوق تكون مُدرجة في البورصة مثل صناديق الاستثمار المغلقة. وفي الآونة الأخيرة، تم إصدار هذه الصناديق التي تتعقب مؤشرات مبنية خصيصاً لتمثيل، على سبيل المثال، أداء الصناديق المُدارة بالاستراتيجية النشطة (الفعالة). غير أن صناديق المؤشرات المتداولة تختلف عن صناديق الاستثمار المغلقة من حيث كونها في الواقع "صناديق مفتوحة"، فقد ينمو الصندوق بازدياد عدد المستثمرين فيه ويتقلص حجمه عند سحب المستثمرين لأموالهم منه.

وتستخدم صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة استراتيجية إدارة الاستثمار غير النشطة (غير الفاعلة)، أحد أساليب إدارة المحافظ الاستثمارية التي تهدف إلى مطابقة أداء المحفظة مع أداء أحد مؤشرات السوق الأشمل. ويُوصف أسلوب استثمارها بأنه غير نشط لأن مدير المحفظة الاستثمارية لا يتخذ القرارات المتعلقة بشراء الأوراق المالية أو بيعها، بل يقوم بالاستثمار في الأوراق المالية نفسها المكونة للمؤشر. ولذا، فإنه يسعى إلى بناء محفظة استثمارية تعكس المؤشر الذي تتعقبه، بحيث يقتصر نشاطه على التداول بما يضمن توافق أداء المحفظة الاستثمارية مع المؤشر فحسب.

تعتمد معظم الصناديق التي تتعقب المؤشرات على المؤشرات التي تُرجَّح بالقيمة السوقية، مثل مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ (S&P 500) أو مؤشر فوتسي ١٠٠ (FTSE 100)، حيث تكون لأبرز الأسهم في المؤشر من حيث القيمة السوقية الأثر الأكبر على قيمة المؤشر. ويسعى الصندوق إلى تعقب المؤشر باستخدام المحاكاة إما المادية أو التركيبية.

تُعَدّ المحاكاة المادية (أو الفعلية) النموذج التقليدي لمجارة المؤشر، وهو الأسلوب المفضل لدى كبار مزودي صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة وأعرقهم. وتستخدم المحاكاة المادية للمؤشر عادة إحدى الاستراتيجيات الثلاث الآتية:

١. **المحاكاة الكاملة:** يتطلب هذا الأسلوب التملك في كل مكون من مكونات المؤشر الذي تجري محاكاته وفقاً لوزنه في المؤشر. وعلى الرغم من أن المحاكاة الكاملة تتسم بدقتها، إلا أنها الأكثر تكلفةً بين الأساليب الثلاثة، لذا فإنها تلائم فعلياً المحافظ الاستثمارية الضخمة.
٢. **المحاكاة باستخدام العينة الطبقيّة:** تتطلب هذه الاستراتيجية تملك عينة ممثلة عن الأوراق المالية من كل قطاع من قطاعات المؤشر. وعلى الرغم من أن هذا الأسلوب يُعدّ أقل تكلفةً، إلا أن غياب التحليل الإحصائي يحدّ من موضوعيته وقد يشجّع على التحيز تجاه تلك الأسهم التي يُتوقع أن تحقّق أداء متميزاً في المستقبل.
٣. **استراتيجية تحقيق الحد الأمثل:** يُعدّ هذا الأسلوب أقلّ تكلفةً من أسلوب المحاكاة الكاملة للمؤشر، إلا أنه من الناحية الإحصائية أكثر تعقيداً، إذ يستخدم هذا الأسلوب تقنية نمذجة حاسوبية معقدة لإيجاد عينة تمثيلية لتلك الأوراق المالية التي تحاكي الخصائص العامّة للمؤشر الذي يتعقبه الصندوق.

أما المحاكاة التركيبية، فتتطوي على دخول الشركة التي تدير الصندوق في عقد مبادلة (مشتق مالي خارج الأسواق الرسمية) مع أحد الأطراف النظرية في السوق لتبادل العوائد على المؤشر مقابل دفعة مالية معينة. وتكمن ميزة هذه الطريقة في تمرير مسؤولية تعقب أداء المؤشر إلى مُزوّد عقد المبادلة، وتكون التكاليف أقل بكثير. في المقابل، يتعرّض المستثمر لمخاطر تخلف الطرف الآخر في عقد المبادلة عن الوفاء بالتزاماته.

وقد تُداول صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة بعلاوة أو بخصم على الاستثمارات المكوّنة لمحفظة الاستثمارية، لكنّ الفارق محدود عادةً. فسرّ الأسهم المكوّنة للصندوق يعكس جوهرياً قيمة الاستثمارات في المحفظة. ويستلم المستثمر الأرباح على هيئة توزيعات أرباح يدفعها صندوق الاستثمار، مع إمكانية تحقيق خسائر أو أرباح رأسمالية.

ويحصل تداول أسهم صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة عن طريق وسيط في أسواق الأسهم، ويستلزم دفع الرسوم الآتية:

- ثمة فارق بين سعري البيع والشراء. وعادةً ما يكون هذا الفارق محدوداً جداً وقد لا يتجاوز ٠,١ أو ٠,٢٪ مثلاً في صندوق المؤشرات المتداول الذي يتعقب مؤشر فوتسي ١٠٠.
- رسم إدارة سنوي يُحسَم من الصندوق، ولا يتجاوز عادةً ٠,٥٪.
- عمولة وساطة يدفعها المستثمرون عند البيع والشراء.

٥- صناديق الاستثمار البديلة (Alternative Investment Funds)

١-٥ صناديق التحوط

الهدف التعليمي

١-٦-٧ معرفة الخصائص الأساسية لصناديق التحوط: المخاطر المحتملة؛ التكلفة والسيولة؛ استراتيجيات الاستثمار

تشتهر صناديق التحوط بارتفاع مستوى مخاطرتها، غير أنّ هذا المفهوم يتناقض مع الواقع في كثير من الحالات. فقد نشأت صناديق التحوط في صورتها الأصلية بهدف التخلص من مخاطر السوق أو تخفيف حدّة أثرها. أما اليوم فتعمل هذه الصناديق باستراتيجيات مختلفة: بعضها يعزف عن المخاطرة وبعضها الآخر يُوظّف استراتيجيات عالية المخاطرة. لذا كان من غير الحكمة إطلاق الأحكام وتعميمها على هذه الصناديق كافة.

تتمثّل أبرز مخاطر السوق بالمخاطر التي يواجهها المستثمرون في الأسهم: فمع هبوط الأسعار في السوق عموماً، تنخفض قيمة أسهم المستثمر أيضاً. تسعى صناديق التحوط التقليدية ذات "العائد المُطلق" إلى تحقيق الربح بصرف النظر عمّا إذا كانت الأسواق تتخذ مساراً صاعداً أو هابطاً، وذلك عن طريق الانتقاء الحذر لمجموعة من فئات الأصول بما فيها المشتقات المالية، وممارسة عمليات البيع والشراء على المكشوف في آن معاً (بيع الأسهم التي لا يملكها الصندوق على أمل شرائها من جديد بسعرٍ أدنى عند انخفاض السعر في السوق).

صناديق الاستثمار

لكن بفضل الابتكارات الحديثة، نتجت مجموعة كبيرة من الاستراتيجيات المعقدة في صناديق التحوط، يركّز بعضها على تحقيق عوائد معززة بالاقتراض (تستخدم درجة عالية من الرفع المالي) أكثر مما يركّز على الحدّ من مخاطر السوق.

وتتطلب العديد من صناديق تحوُّط مستويات مرتفعة من الاستثمار الأولي، مما يعني أن الاستثمار في تلك الصناديق يقتصر على المؤسسات والمستثمرين ذوي الأرصدة المالية الكبيرة.

وتتمتّع صناديق التحوط بالخصائص العامة الآتية:

- **الهيكل:** تنشأ معظم صناديق التحوط على هيئة صناديق استثمار جماعية غير مُرخّصة، وبالتالي فإنها لا تخضع لقوانين تنظيمية محدّدة. ونتيجة لذلك، لا يمكن تداولها بين المستثمرين الأفراد لأنها تُعدّ استثمارات محفوفة بالمخاطر بالنسبة للمستثمر غير الخبير في هذا المجال.
- **ارتفاع الحد الأدنى للاشتراك في الصندوق:** تتطلّب معظم صناديق التحوط حدّاً أدنى من الاستثمارات يزيد على ٥٠٠ ألف دولار، بل إنّ الحد الأدنى للاشتراك في بعضها يزيد على مليون دولار.
- **مرونة الاستثمار:** بما أنّ صناديق التحوط لا تخضع للقوانين التنظيمية، تستطيع هذه الصناديق الاستثمار في أيّ من الأصول المتوافرة في السوق (بشرط الالتزام بالقيود المنصوص عليها في العقد الأساسي ونشرة الاكتتاب الخاصّة بالصندوق). وبالإضافة إلى قدرتها على بيع الأوراق الماليّة (مثل الأسهم والسندات) وشراؤها على المكشوف، يمكنها أيضاً الاستثمار في السلع الأساسية والعملات. وتهدف استراتيجيات الاستثمار التي تتبنّاها هذه الصناديق عادةً إلى تحقيق عوائد مُطلقة- أي عوائد مُوجبة بصرف النظر عن الاتجاه العامّ للأسواق.
- **التعزيز بالاقتراض أو الرفع المالي (Gearing):** يلجأ كثير من صناديق التحوط إلى الاقتراض، كما يستخدم كثير منها المُشتقّات المالية سعياً وراء تعزيز عوائد الصندوق.
- **السيولة:** تسعى صناديق التحوط عادةً إلى زيادة مساحة حرية الاستثمار المتاحة لمدير الصندوق إلى أقصى حدّ عبر "تجميد أموال المستثمرين" أو التقييد المبدئي لحرية التصرف في رأس المال لمدة زمنية محدّدة تتراوح ما بين شهر وثلاثة أشهر قبل أن تسمح للمستثمرين ببيع استثماراتهم. إنّ من شأن هذا أن يزيد التعرّض لمخاطر تقلّبات الأسعار في السوق ويضاعف القيمة (الاسمية) للاستثمار عدّة مرّات (يُعرّف هذا أيضاً باسم الرافعة الماليّة).
- **التكلفة:** تفرض صناديق التحوط عادةً رسوماً مشروطة بحُسن أداء الصندوق يدفعها المستثمر عندما يتجاوز أداء الصندوق مستويات معيّنة. وفي حال عدم الوصول إلى ذلك المستوى، يسدّد المستثمر رسوماً تماثل تلك التي تتقاضاها صناديق الاستثمار الأخرى. وقد تصل الرسوم المرتبطة بالأداء إلى مستويات مرتفعة جدّاً، وليس مستبعداً أن تبلغ ٢٠٪ أو أكثر من صافي أعلى مستويات جديدة للأرباح التي قد يُحقّقها الصندوق (القيمة العظمى للأرباح على مدار العام).

٢-٥ صناديق الملكية الخاصة (Private Equity)

الهدف التعليمي

٢-٦-٧ معرفة الخصائص الرئيسية لصناديق الملكية الخاصة: جمع التمويل؛ تحقيق الأرباح الرأسمالية

تُعرّف صناديق الملكية الخاصة بأنها تمويل متوسّط أو طويل الأجل لقاء حصّة في شركات يُتوقّع أن تحقّق نمواً ملحوظاً في المستقبل. وقد تأخذ عدّة أشكال، بدءاً من توفير رأس المال اللازم لتأسيس الشركة وصولاً إلى الشراء التام لحصة مسيطرة في الشركة.

بالنسبة للشركة، يختلف جذب رؤوس الأموال الخاصة للاستثمار فيها تماماً عن عملية الاقتراض، حيث تُستثمر هذه الأموال الخاصة لقاء حصة في رأس مال الشركة، وبالتالي فإنَّ العوائد التي يحققها المستثمرون، بوصفهم حملة أسهم في الشركة، تعتمد على نمو الشركة وقدرتها على تحقيق الأرباح. من هنا، فإنهم عرضة لمخاطر إفلاس الشركة، تماماً على غرار حملة الأسهم الآخرين.

في المقابل، تُحقّق شركات الاستثمار في الملكية الخاصة أرباحاً كبيرة في حال ازدهار الشركة، وعادةً ما تحصد عائدها الرئيسي في هيئة أرباح رأسمالية عند خروجها من الاستثمار. وقد يشتمل ذلك على ما يأتي:

- بيع شركة الملكية الخاصة أسهمها مجدداً إلى إدارة الشركة المُستثمر فيها؛ أو
- بيع شركة الملكية الخاصة أسهمها إلى مستثمر آخر قد يكون شركة أخرى من شركات الملكية الخاصة؛ أو
- البيع المباشر، أي بيع أسهم الشركة إلى شركة أخرى؛ أو
- إدراج شركة الملكية الخاصة في أسواق الأسهم الرسمية.

تجمع صناديق الملكية الخاصة رأس مالها من مصادر متنوعة، تأتي في مقدمتها كبرى المؤسسات الاستثمارية. فقد ترغب هذه المؤسسات في إيداع أموالها في عهدة صندوق الملكية الخاصة بغرض الاستفادة من خبرات الشركة في العثور على فرص الاستثمار الجيدة.

ويستطيع عدد قليل من الأفراد أو المؤسسات تحمّل مخاطر الاستثمار المباشر في عمليات فردية لشراء حصة مسيطرة في إحدى الشركات. لذا فإنهم عوضاً عن ذلك يستخدمون الصناديق المشتركة لتنويع مخاطر الاستثمار. وقد جرت العادة على تحقيق ذلك عبر الاستثمار في صناديق الاستثمار المغلقة مثل صندوق ثري آي (3i) وشركة إلكترا للملكية الخاصة (Electra Private Equity).

وفي ظلّ تنامي حجم الأموال المُستثمرة في هذه الفئة من فئات الأصول، استُحدثت طرقٌ مبتكرة للاستثمار فيها. فمثلاً يختلف هيكل صناديق الاستثمار في الملكية الخاصة عن هياكل صناديق الاستثمار التقليدية للأفراد، إذ تستخدم هياكل شراكات محدودة تستلزم حدوداً دنياً مرتفعة للاستثمار أو صناديق استثمار مطروحة للاكتتاب الخاص (placement funds). وعلى غرار صناديق التحوط، تفرض هذه الصناديق قيوداً عموماً على التوقيت الملائم لإمكانية بيع المستثمر لاستثماراته وتحقيق الأرباح.

أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية ثم تأكد من صحة الأجوبة بالعودة إلى الفقرة ذي العلاقة:

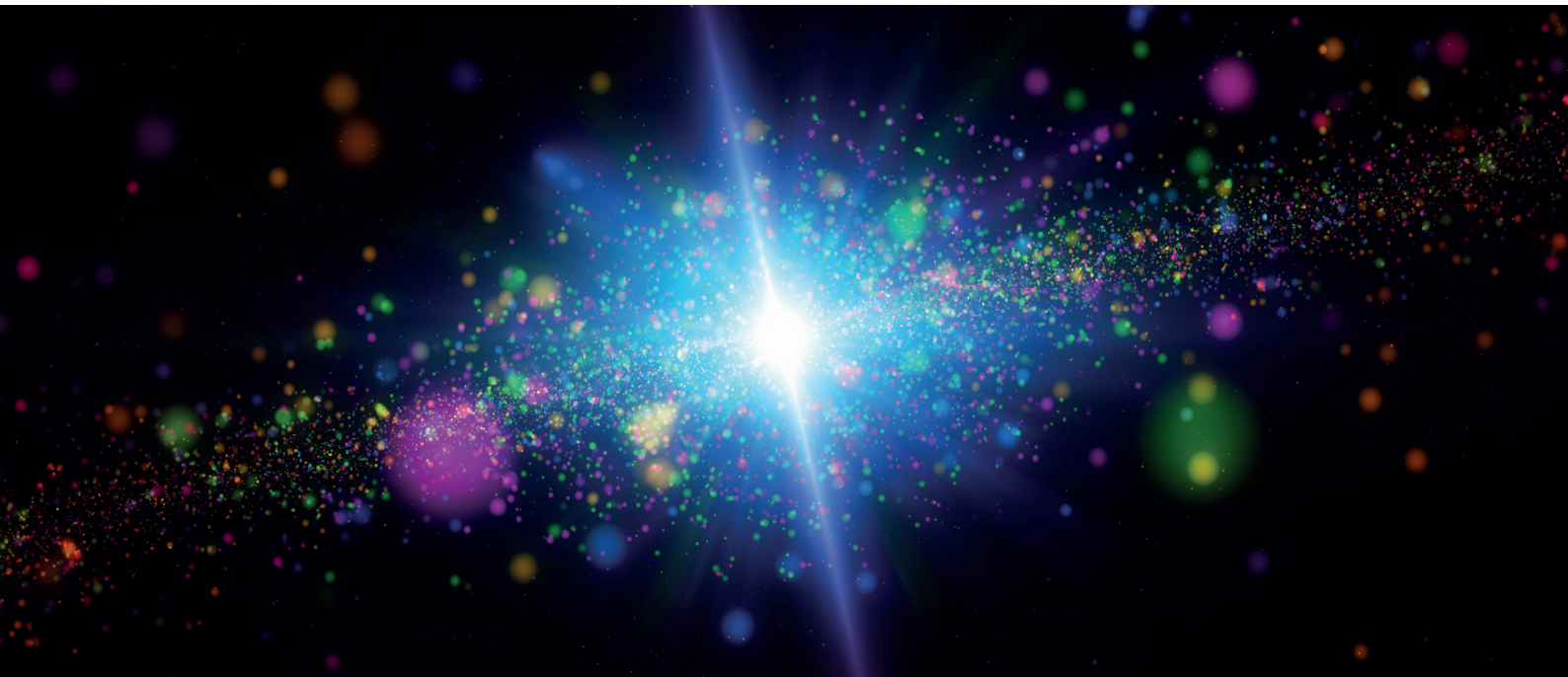
١. كيف يمكن أن يستفيد المستثمرون الأفراد من ميزة تجميع الاستثمارات عبر برامج الاستثمار الجماعي؟
مرجع الإجابة: الفقرة ١-١
٢. ماذا تُسمى استراتيجية إدارة الاستثمار حيث يسعى المدير إلى تحقيق العوائد عبر محاكاة المؤشرات؟
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٢-١
٣. ضمن أي فئة من أدوات الاستثمار الجماعي يُرجَّح أن نرى مدير الصندوق يعرض سعراً للبيع وآخر للشراء؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٢-٢
٤. من المالك القانوني للاستثمارات في شركات الاستثمار المفتوحة (OEIC)؟
مرجع الإجابة: الفقرتان ٢-٢-٢ و ٤
٥. كيف يختلف تداول صناديق الوحدات المفتوحة المُرخَّصة وتسويتها عن صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٢-٢ و ٤
٦. ما أهم الفروق التي تميّز صناديق الاستثمار المغلقة عن صناديق الوحدات المفتوحة المُرخَّصة وشركات الاستثمار المفتوحة (OEIC)؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-١-٣
٧. ما أداة الاستثمار المفتوحة التي تُتداول في سوق الأوراق المالية؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٤
٨. ما نوع أداة الاستثمار التي تعتمد بدرجة كبيرة على استراتيجية البيع على المكشوف؟
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٥

الفصل الثامن

اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

١. مقدمة ١٥٥
٢. الجرائم المالية ١٥٨
٣. التداول بناءً على معلومات داخلية وإساءة استخدام قواعد السوق ١٦٤
٤. النزاهة والسلوك الأخلاقي في الممارسة المهنية ١٦٧

يتضمن هذا الفصل قرابة ٥ أسئلة من أصل ٥٠ سؤالاً من أسئلة الاختبار



أصبح فهم اللوائح التنظيمية والضوابط المرتبطة بعالم الاستثمار أمراً في غاية الأهمية في أيامنا هذه. وسنستعرض معاً في هذا الفصل لمحة عامة عن هذه اللوائح عبر دراستها في سياقٍ دولي، ومن ثمّ سنتطرق إلى الدور الأساسي الذي تؤديه النزاهة والسلوك الأخلاقي في قطاع الخدمات المالية.

١-١ أهمية القوانين التنظيمية

الهدف التعليمي

١-١-٨ فهم الحاجة إلى التنظيم والترخيص للشركات

في ظل مخاطر الخسارة المالية التي يُحتمل أن تنشأ من أنواع كثيرة من المعاملات المالية، لطالما وجدت الحاجة إلى وضع اللوائح التنظيمية وقواعد السلوك بغرض حماية مصالح المستثمرين خاصةً والناس عامةً، على الرغم من أن الالتزام بهذه القوانين لم يكن في الماضي أمراً ملحاً أو مطبقاً بحزمٍ على النحو الذي نراه اليوم.

ففي ظلّ تطوّر الأسواق، تنامت الحاجة إلى وضع قواعد ومعايير سلوكية مُتفق عليها بين الأطراف المشاركة في السوق كافةً وتوفير آلية لتسوية النزاعات وحلّها بسهولة. وقد تطوّرت هذه الحاجة إلى ما يُعرّف اليوم بالتنظيم الذاتي، حيث يقوم أحد أسواق الأوراق المالية على سبيل المثال، إلى جانب دوره الأساسي في توفير سوق ثانوي لتداول الأسهم، بوضع مجموعة من القواعد لتنظيم عمل أعضائه ويحرص على التزامهم بها.

ومع تطوّر أسواق المال العالمية، برزت الحاجة إلى معايير مشتركة ومتطوّرة إلى جانب تعزيز التعاون الدولي. وهكذا بدأ التنظيم الذاتي يضعف تدريجياً، وتحوّلت معظم دول العالم نحو تبني نهج قانوني رسمي (أي وضع قوانين وقواعد تعد مخالفتها جرماً يستوجب العقاب). كما أسّست هذه الدول هيئاتها الرقابية المستقلة. ولتنسيق التعاون الدولي بين الهيئات الرقابية في الدول المختلفة، تم إنشاء منظمة دولية دعت باسم المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية أو الأيسكو (IOSCO).

تضع هذه المنظمة الأهداف والمعايير التي تتبناها قبل الهيئات التنظيمية في أرجاء العالم كلها لتكون بمثابة المعايير الأساسية التي تسترشد بها أسواق الأوراق المالية كافة. ويمكن أن نجد هذه المعايير والأهداف في معظم أنظمة الرقابة على الأوراق المالية. ونتيجةً لذلك، أصبح اليوم قدرٌ كبير من التعاون بين الهيئات التنظيمية للخدمات المالية حول العالم، حتّى أنّها تتجه تدريجياً نحو فرض معايير مشتركة. ولعلّ أفضل مثال على ذلك يبرز في قوانين مكافحة غسل الأموال.

تُشكّل الأسواق المالية الفاعلة جزءاً جوهرياً من اقتصادات الدول المتقدّمة والنامية، إذ تدفع عجلة التطوير الاقتصادي وتساعد على تحقيق الثروات. وتُعَدّ الثقة بهذه الأسواق عاملاً حيوياً، حيث يمكن أن يؤدي فقدان الثقة إلى فشل الشركات المالية، ويُحدث أثراً سلبياً في الاقتصاد عموماً، ما يؤدي بدوره إلى خسارة الوظائف وصعوبات اقتصادية شديدة.

لهذه الأسباب، تضع الدول قوانين وأنظمة لإدارة الإطار الذي يمكن للشركات والأفراد في قطاع الخدمات المالية العمل ضمنه. وتختلف المنهجيات التي تتبناها من دولة لأخرى، فهناك الأنظمة المستندة إلى القواعد والأنظمة القائمة على المبادئ والتنظيم الذاتي، لكنها تتفق جميعاً على مبدأ واحد هو الحاجة إلى شكل من أشكال الترخيص للشركات الراغبة في العمل ضمن القطاع.

فاليئات التنظيمية تحدّد الحد الأدنى من المعايير المطلوبة للأطراف المشاركة في السوق، سواء عند الترخيص للبدء بممارسة نشاطها أو للاستمرار فيه بعدئذ. وتتطلب عملية الترخيص في العادة تقييماً شاملاً لصاحب الطلب للتأكد من أنه "مؤهلّ ولائق" لممارسة عمله، وتشمل مجالات مثل الأنشطة المراد الترخيص لممارستها، والمركز المالي للشركة، وملاءمة إدارتها العليا.

باختصار، يمكن تلخيص أهداف التنظيم وفوائده على النحو الآتي:

- زيادة الثقة بالأسواق والأنظمة والمنتجات المالية.
- ترسيخ بيئة تُشجّع على التنمية الاقتصادية وتحقيق الثروة.
- خفض مخاطر إخفاقات السوق والنظام المالي (والحدّ من عواقبها الاقتصادية).
- تعزيز حماية المستهلك، ومنحه الطمأنينة التي يحتاج إليها للدخار والاستثمار.
- خفض معدل الجرائم المالية عن طريق منع استغلال الأنظمة المالية بسهولة من قبل المجرمين.

١-١-١ الترخيص

تُجرّم اللوائح المالية المحلية عادة الشركات التي تقوم بتقديم الخدمات المالية داخل الدولة دون الحصول على ترخيص بذلك.

يتم منح التراخيص عادة من قبل الجهة التنظيمية المختصة المسؤولة عن قطاع الخدمات المالية الذي تعمل فيه الشركة. وتفحص الجهة (الجهات) التنظيمية كل طلب على حده لتقييم مدى ملاءمة وأهلية الشركة ومدى استيفائها للحد الأدنى من الشروط المطلوبة. وقبل الموافقة على منح الترخيص، تأخذ الجهة التنظيمية في الاعتبار عادة عدة عوامل مثل إدارة الشركة وقوة مركزها المالي ومؤهلات موظفيها. ويعتبر العنصر الأخير من العناصر الضرورية خاصة بالنسبة للمناصب الرئيسية التي يتم تصنيفها في بعض الدول من قبل الجهات التنظيمية على أنها مناصب إدارية عليا أو غيرها من المناصب الرئيسية.

إن حرص الهيئات التنظيمية على منح التراخيص للشركات التي تتمتع بالمؤهلات الملائمة والمناسبة للعمل في قطاع الخدمات المالية من شأنه أن يساهم في استيفاء أهداف تعزيز الاستقرار المالي وتعزيز نزاهة النظام المالي وحماية المستهلكين.

٢-١ المبادئ التنظيمية

الهدف التعليمي

٢-١-٨ فهم الأهداف الرئيسية للجهات التنظيمية في قطاع الخدمات المالية وأنشطتها

عادةً ما تتحمّل الحكومات مسؤولية تحديد الدور الذي تؤديه الجهات التنظيمية، وبذلك فإنها تحرص بوضوح على تبني أفضل الممارسات الدولية عن طريق تنفيذ أهداف المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (الآيسكو) ومبادئها وتعزيز التعاون مع غيرها من الهيئات الدولية التنظيمية والمشرفة على هذه العملية.

اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

وكمثالٍ على ذلك، تتعاون الحكومات الأوروبية إقليمياً لضمان العمل ضمن إطارٍ تنظيميٍّ يُشجّع على تقديم الخدمات المالية عبر الحدود الأوروبية عن طريق وضع مقاييس موحدة أو تحقيق الانسجام والتوافق بين سياسات كل دولة من دول الاتحاد. هذا ويتعاون واضعو القوانين التنظيمية في أوروبا معاً لتنسيق الأنشطة وصياغة القواعد التفصيلية المطلوبة لاستحداث القواعد التنظيمية التي تشمل أوروبا بأكملها عن طريق الهيئة الأوروبية للأوراق والأسواق المالية (European Securities and Markets Authority).

وفي آسيا، تتزايد أوجه الشبه بين الهيكل الأساسي للقوانين المتعلقة بالأوراق المالية ومضمونها من جهة والنموذج المُتبّع في معظم أنحاء العالم من جهة أخرى، إذ إن معظم دول هذه المنطقة تُعدّ أعضاء في منظمة الآيسكو وتلتزم بمبادئها المُتعلّقة بالقوانين التنظيمية للأوراق المالية. ولا يختلف الوضع في منطقة الشرق الأوسط كثيراً عن ذلك، حيث تتبنّى الهيئات التنظيمية نماذج من أفضل الممارسات المُتبعة في دول مثل المملكة المتحدة وأستراليا ثم تقوم بتعديلها بما يتناسب مع حاجات أسواقها المحلية.

وترتدّ الحكومات الجهات التنظيمية عادةً بمجموعة من الأهداف، وسنستعرض ملخصاً عن هذه الأهداف لدى عدد من الجهات التنظيمية في الجدول في الصفحة التالية. وبصورة عامة، تبرز الأهداف الرئيسية لهذه القوانين التنظيمية في أسواق العالم كلها في ما يأتي:

- تحقيق مبادئ العدالة والكفاءة والتنافسية والشفافية والانتظام في الأسواق وتعزيزها
- تعميق فهم العامة لآليات العمل في قطاع الخدمات المالية وفاعليته
- توفير الحماية للأفراد الذين يستثمرون أو يمتلكون المنتجات المالية
- خفض معدل الجريمة وسوء التصرف المهني في قطاع المال
- الحدّ من المخاطر الشاملة التي تؤثر في النظام الاقتصادي بأكمله
- المساهمة في الحفاظ على الاستقرار المالي في السوق عن طريق اتّخاذ الخطوات المناسبة.

ولتحقيق هذه الأهداف، طوّرت الجهات الرقابية في أرجاء العالم كافة سلسلة من قواعد السلوك المهني لاستخدامها في وضع معايير العمل للأفراد والشركات على حدّ سواء. وسنطّلع معاً في الفقرة ١-٤ من هذا الفصل على مدوّنة قواعد السلوك الصادرة عن المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار (CISI) بوصفها مثالاً على دور الهيئات المهنية أيضاً في وضع معايير سلوكيّة مقبولة.

هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكيّة (SEC)	المملكة المتحدة - الهيئة التنظيمية التحوطية (PRA) وهيئة مراقبة السلوك المالي (FCA)	سلطة دبي للخدمات المالية (DFSA)	اللجنة الصينية التنظيمية لسوق الأوراق المالية (CSRC)
تعزيز الالتزام بالقوانين الفدرالية للأوراق المالية وفرض التقيد بها	تعزيز أمان الشركات واستقرارها مع تسليط الضوء على الضرر الذي قد تحدثه الشركات إزاء استقرار النظام المالي	تعزيز مبادئ الإنصاف والشفافية والكفاءة	الإشراف على أسواق الأوراق المالية وأسواق العقود المستقبلية

إقامة بيئة تنظيمية فاعلة	توفير درجة مناسبة من الحماية للمستهلك	تعزيز الثقة بالقطاع المالي	زيادة القدرة على التعامل مع الأزمات المالية والحدّ منها
تيسير حصول المستثمرين على المعلومات التي يحتاجونها لاتخاذ قرارات استثمارية حكيمة	تعزيز الكفاءة وحرية الاختيار في سوق الخدمات المالية	المحافظة على الاستقرار المالي وخفض المخاطر الشاملة التي تهدد القطاع بأكمله	إعداد اللوائح القانونية الخاصة بأسواق الأوراق المالية
تعزيز أداء هيئة الأوراق المالية والبورصات عن طريق التنسيق الفعال لإدارة الموارد البشرية، والمعلومات، ورؤوس الأموال	تعزيز النزاهة في النظام المالي والحفاظ عليها	منع السلوكيات التي من شأنها إحداث الضرر في قطاع الخدمات المالية	الإشراف على مؤسسات سوق الأوراق المالية
		تعزيز فهم العامّة للخدمات المالية وحماية مستخدميها	التحقيق في انتهاكات قوانين الأوراق المالية ومعاقبة مرتكبيها

٢- الجرائم المالية

١-٢ غسل الأموال

الأهداف التعليمية

- ١-٢-٨ التعرف على معنى غسل الأموال ومراحل غسل الأموال والجرائم ذات الصلة
- ٢-٢-٨ معرفة الإجراءات اللازم اتخاذها من العاملين في قطاع الخدمات المالية عند الاشتباه بوجود نشاط غسل أموال، وما الوثائق التي تُشكّل دليلاً مقنعاً لإثبات الهوية
- ٣-٢-٨ معرفة كيف يمكن استغلال الشركات/الأفراد كوسيلة لارتكاب الجرائم المالية: الاحتيال، الجريمة الإلكترونية، تمويل الإرهاب

يُقصد بغسل الأموال عملية تحويل "الأموال غير المشروعة" أو "الأموال المكتسبة من مصادر مشبوهة" (أي عن طريق نشاطات إجرامية غير مُصرّح عنها) إلى أموال تبدو في ظاهرها أنها أموال مُكتسبة من مصادر مشروعة.

يمكن أن يتخذ غسل الأموال أشكالاً عديدة منها:

اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

- تحويل الأموال المكتسبة عن طريق النشاط الإجرامي إلى "أموال مشروعة"
- التعامل مع العوائد المكتسبة من الجرائم مثل السرقة والاحتيال والتهرب الضريبي
- التعامل مع البضائع المسروقة
- الضلوع المباشر في غسل أي ممتلكات ناتجة عن نشاطات إجرامية أو إرهابية أو تسهيل عملية غسلها
- استثمار المجرمين لمتحصلات جرائمهم في مجموعة متنوعة من المنتجات المالية.

وتشمل الأمثلة:

- أصدر فريق العمل المعني بمكافحة غسل الأموال (Financial Action Task Force) توصياته الهادفة إلى وضع الحد الأدنى من المعايير للإجراءات التي ينبغي على مختلف دول العالم اتخاذها من أجل ضمان تتساق الجهود في مجال مكافحة غسل الأموال على المستوى الدولي. كما أصدر توصيات خاصة بمكافحة تمويل الإرهاب.
- المعايير الصادرة عن الهيئات الدولية التي تشجع الشركات على إجراء التحريات الدقيقة اللازمة لتحديد هوية العملاء.
- العقوبات التي فرضتها منظمة الأمم المتحدة بهدف حرمان أفراد ومنظمات من بلدان محدّدة من التمتع بخدمات القطاع المالي.
- المبادئ الإرشادية الصادرة عن مجموعة وولفسبرغ المصرفية (Wolfsberg Group) في ما يتعلّق بتقديم الخدمات المصرفية الخاصة وخدمات البنوك المراسلة وغيرها من الأنشطة، إلى جانب الإرشادات المماثلة الصادرة عن الهيئات التجارية الأخرى.

٢-١-٢ مراحل غسل الأموال

تمرّ عملية غسل الأموال الناجحة بثلاث مراحل:

- **الإيداع النقدي Placement:** وتتضمّن هذه المرحلة إيداع الأموال المكتسبة من أنشطة غير مشروعة في حسابٍ مصرفيٍّ أو في مؤسسة مالية أخرى.
- **التمويه Layering [حرفياً: "وضع الطبقات"]:** وتتطوي هذه المرحلة على نقل الأموال من مصدرٍ إلى آخر على نحوٍ يتعذر على السلطات الربط بين الأموال المودعة والشخص المستفيد منها. وقد تتطوي هذه العملية أيضاً على تمويه المصدر الرئيسي للأموال عن طريق بيع العملات الأجنبية أو الأسهم أو السندات وشرائها.
- **الدمج Integration:** وهذه تمثّل المرحلة الثالثة والأخيرة. بعد نجاح مرحلة التمويه التي يبدو المستفيد النهائي منها وكأنه شخصٌ أو هيئةٌ تمتلك أموالاً مشروعة (أي أموالاً "نظيفة")، يجري دمج هذه الأموال مرةً أخرى في النظام المالي والتعامل معها كما لو كانت مكتسبة من مصادر مشروعة.

تهدف الأحكام الخاصة بمكافحة غسل الأموال عموماً إلى تحديد الأنشطة المشبوهة عبر إجراءات تشمل جمع المعلومات الدقيقة عن العملاء والإبلاغ عن الشبهات في مرحلتي الإيداع النقدي والتمويه.

بالإضافة إلى ذلك، فإنّ الشركات مطالبة بالاحتفاظ بالسجلات الضرورية للرجوع إليها متى اقتضت الحاجة.

٢-١-٢ الإجراءات اللازم اتخاذها من الشركات والأفراد

بحسب اللوائح التنظيمية المتعلقة بغسل الأموال، للشركات حرية تنفيذ المتطلبات المنصوص عليها في التشريعات واللوائح بالطريقة التي تراها مناسبة، بحيث يتسنى للشركة تصميم منهجية تشمل نظاماً وأدوات رقابية فاعلة للتصدي لمخاطر استخدام الشركة كوسيلة لتسهيل ارتكاب الجرائم المالية.

تنص الإرشادات والتوجيهات الصادرة عن الحكومة ومنظمات القطاع المالي على السلوكيات المتوقعة من الشركات وموظفيها. وتؤكد على مسؤولية الإدارة العليا للشركة عن إدارة مخاطر استغلال الشركة للقيام بغسل الأموال وتمويل الإرهاب، وتنصح بالآلية المناسبة لتنفيذ ذلك عبر استخدام نهج قائم على المخاطر. كذلك فإنها تحدد نهجاً قياسياً للتعرف على هوية العملاء والتحقق منها، وتفصل الإجراءات البسيطة للتعرف على الهوية عن الجوانب الأخرى لإجراءات التحري والتحقق من هوية العميل (Customer Due Diligence CDD)، فضلاً عن تقديم إرشادات بشأن الالتزام بمراقبة نشاط العملاء.

فيما يأتي، سوف نسلط الضوء على بعض الخصائص الأساسية لإجراءات مكافحة غسل الأموال التي تأمل الهيئات التنظيمية من الشركات أن تتبناها.

نهج قائم على المخاطر	• ينبغي على الإدارة العليا للشركة التأكد من تبني النظم والأدوات الرقابية المناسبة لإدارة المخاطر المرتبطة بالشركة وعملائها. وهذا يتطلب منها تقييم مخاطر غسل الأموال/تمويل الإرهاب المرتبطة بهم، وتحديد أفضل السبل لإدارتها. • يجب على إدارة الشركة أيضاً وضع إجراءات مناسبة للتحري والتحقق من هوية العملاء بحيث تتناسب إجراءات التحقق من هوية العملاء وقبولهم مع خصائص المخاطر التي يشكّلها هؤلاء العملاء بالنسبة للشركة، وذلك استناداً إلى نوع العميل وعلاقة العمل، أو المنتج، أو الصفقة.
تقييمات المخاطر	• ينبغي إجراء تقييمات المخاطر على مستوى الشركة والهيئة التنظيمية والمستوى الوطني. • يجب أن تتوفر لدى الشركات القدرة على الربط بين تقييم المخاطر في الشركة والتفاصيل الواردة في تقييم المخاطر على المستوى الوطني؛ وينبغي توثيق التقييم، وتحديثه باستمرار، وتقديمه للهيئات التنظيمية عند الطلب.
أدوات الرقابة الداخلية	• بموجب اللوائح التنظيمية، يجب على الشركة أن تضع مجموعة مناسبة من الإجراءات والسياسات القائمة على المخاطر، وأن تلتزم بها للحيلولة دون حدوث عمليات غسل الأموال أو تمويل الإرهاب. وينبغي أن تكون هذه الأدوات الرقابية ملائمة لمستوى المخاطر التي تواجهها. • يجب على الشركة تكليف عضو من أعضاء مجلس إدارتها ليكون مسؤولاً عن التأكد من التزام الشركة باللوائح ذات الصلة.
مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال وتمويل الإرهاب	• يجب على الشركة تكليف عضو في مجلس الإدارة أو أحد كبار المديرين ليكون مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال وتمويل الإرهاب، بحيث يتولى مسؤولية الإشراف على التزام الشركة بالقواعد التنظيمية المتعلقة بالنظم والأدوات الرقابية المصممة لمكافحة غسل الأموال. • يجب على مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال وتمويل الإرهاب أن يتسلم تقارير الإبلاغ الداخلية عن غسل الأموال وتمويل الإرهاب، ومن ثم يراجعها ويرسل تقارير الإبلاغ الخارجية إلى وحدة الاستخبارات المالية الوطنية إذا دعت الحاجة. • يجب على مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال وتمويل الإرهاب أيضاً إجراء تقييمات دورية للنظم والأدوات الرقابية في الشركة للتأكد من كفايتها، وإعداد تقرير للإدارة العليا عن مدى فاعليتها مرة واحدة على الأقل سنوياً. • ينبغي أن يتمتع مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال وتمويل الإرهاب بصلاحيات تتيج له التصرف باستقلالية، ويجب على الإدارة العليا للشركة أن توفر له الموارد الكافية للقيام بمسؤولياته على أكمل وجه.

اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

• لا يمكن لنظم الرقابة- مهما بلغت درجة تعقيدها وتطورها- أن تعمل بفاعلية ما لم يتوافر لدى الموظفين في الشركة وعي كافٍ بمخاطر غسل الأموال، وما لم يكونوا مدربين على كشف الأنشطة أو المعاملات غير الاعتيادية التي قد تكون مشبوهة. • لذلك، ينبغي على الشركات: ◦ توفير التدريبات المناسبة لتوعية الموظفين في قضايا غسل الأموال وتمويل الإرهاب والآليات التي يمكن أن يستخدمها المجرمون لاستغلال الشركة وارتكاب هذه الجرائم عبرها. ◦ التحقق من إلمام الموظفين بالقوانين واللوائح والجرائم الجنائية ذات الصلة. ◦ النظر في إمكانية عرض أمثلة وحالات واقعية تتعلق بأعمال الشركة. ◦ تدريب الموظفين على آلية استخدام نهج قائم على المخاطر.	توعية الموظفين والتدريب
• يُعدُّ حفظ السجلات مكوناً أساسياً من مكونات سجل التدقيق المفروض على الشركات- بموجب لوائح مكافحة غسل الأموال- للمساعدة في أيِّ تحقيقات مالية. • لذا ينبغي أن تتوافر لدى الشركات أنظمة مناسبة لحفظ السجلات وتقديمها للمحققين عند الطلب، لا سيما الاحتفاظ بنسخ عن الأدلة التي حصلت عليها لإثبات هوية العميل وتفاصيل الإجراءات المتخذة فيما يخص تقارير الأنشطة المشبوهة، سواء كانت هذه التقارير داخلية أو خارجية.	حفظ السجلات

تبيّن اللوائح المتعلقة بمكافحة غسل الأموال الالتزامات المفروضة على الشركات لإجراء عمليات التحري والتحقق من هوية العميل، وتصف أيضاً الحالات التي يجوز فيها قبول العملاء دون اتخاذ هذه الإجراءات أو تبسيطها، فضلاً عن الحالات التي توجب على الشركات اتخاذ إجراءات التحقق من هوية العميل المشددة.

تنطوي عمليات التحري والتحقق من هوية العميل التي ينبغي اتخاذها على الآتي:

- التعرف على العميل والتحقق من هويته
- تحديد المالك المستفيد- عند الحاجة- والتحقق من هويته
- الحصول على معلومات عن غاية العميل من إنشاء علاقة العمل وطبيعة هذه العلاقة.

يجب على الشركات أيضاً إجراء مراقبة مستمرة لعلاقة العمل مع عملائها للتعرف على أيّ نشاط غير اعتيادي.

ويجوز للشركات تطبيق إجراءات التحقق من هوية العميل المبسطة على أنواع محدّدة من العملاء أو المنتجات أو المعاملات. لكن ينبغي أن تتوافر لدى الشركة أسباب منطقية للاعتقاد بأن العميل أو المنتج أو المعاملة يشكّلون مخاطر أقلّ من ناحية غسل الأموال أو تمويل الإرهاب، ويجب عليها أيضاً تقييم كلّ حالة على حدة.

أما إذا رأت الشركة أن العميل يُشكّل مخاطر أعلى من المعتاد، أو إذا لم يكن العميل موجوداً شخصياً في وقت تحديد هويته، فيجب على الشركة عندئذ تطبيق إجراءات التحقق من هوية العميل المشددة بما يتناسب مع مستوى المخاطر التي يُشكّلها. وتتضمّن اللوائح التنظيمية قائمة- وإن كانت غير شاملة- للحالات التي تُوجب تطبيق إجراءات التحقق من هوية العميل المشددة. ومن الأمثلة عليها: الخدمات المصرفية بالمراسلة، أو الأشخاص السياسيين ممثلي المخاطر (Politically Exposed Persons PEPs)، أو أيّ حالات تنطوي على مخاطر عالية لغسل الأموال أو تمويل الإرهاب، أو عند إقامة علاقة عمل أو إنجاز معاملة لعميل في إحدى الدول النامية المصنّفة على أنها ذات مخاطر مرتفعة، أو أيّ حالات أخرى تنطوي على إجراء معاملات مالية معقّدة أو كبيرة الحجم أو غير اعتيادية من دون أيّ غاية قانونية أو اقتصادية واضحة.

٢-١-٣ إبلاغ السلطات

بموجب اللوائح التنظيمية الخاصة بالجرائم المالية، يُعدّ عدم الإفصاح عن الاشتباه في عمليات غسل الأموال جريمة تستوجب العقاب، الأمر الذي يتطلب من العاملين في قطاع الخدمات المالية أن يكونوا على دراية بالأنشطة المثيرة للشكوك. لذا، يُستَترَق إخضاع طاقم الموظّفين في القطاع إلى التدريب الكافي لتحديد الحالات التي يُشتبه فيها بغسل الأموال وآليات التعامل معها.

يتم الإفصاح عن الاشتباه في نهاية الأمر إلى السلطات القانونية. لكنّ عملية الإفصاح تمرّ بمرحلتين اثنتين: الإفصاح الداخلي أولاً عن الاشتباه ضمن الشركة إلى مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال وتمويل الإرهاب، ومن ثم يُقرّر هذا الموظف ما إذا كان مستوى الاشتباه يصل إلى الحدّ الكافي لإحالة إلى السلطات المختصة أم لا. فإذا رأى هذا الموظف أن ذلك ضروري، فإنه يحيل الأمر إلى السلطات المعنية.

ويجدر الانتباه إلى أنّه بموجب القانون تسقط أيّ مساءلة قانونية عن الموظّف الذي أفصح عن الاشتباه بوجود غسل الأموال فور إبلاغه عن الأمر للموظّف المسؤول داخل شركته.

وبالمثل، يؤدّي مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال وتمويل الإرهاب مهمّته على أكمل وجه فور إخطاره السلطات المعنية بالأمر.

٢-١-٤ تمويل الإرهاب

توجد أوجه تشابه كبيرة بين حركة تمويل الإرهاب وغسل الأموال الناتجة عن أنشطة إجرامية. ونظراً لأن بعض المجموعات الإرهابية ترتبط بأنشطة إجرامية أخرى، فلا بدّ من وجود بعض التداخل بين تدابير مكافحة غسل الأموال والقواعد الهادفة إلى مكافحة تمويل الأعمال الإرهابية. لكن تختلف أنشطة تمويل الإرهاب عن أنشطة غسل الأموال الأخرى من ناحيتين، هما:

- لا يتطلب ارتكاب أعمال إرهابية غالباً سوى مبالغ مالية قليلة، ما يجعل كشفها وتتبع أثرها أكثر صعوبة.
- في حال استُخدمت أموال مشروعة لتمويل الأنشطة الإرهابية، فإنه من الصعب تحديد متى تصبح هذه الأموال تمويلاً للإرهاب.

لكن المنظمات الإرهابية تحتاج أحياناً إلى موارد مالية كبيرة، وتستخدم عادةً التقنيات الحديثة لإدارة هذه الأموال وتحويلها بين الدول المختلفة، وهي من هذه الناحية تشبه أنشطة غسل الأموال إلى حدّ كبير.

٢-٢ المجالات الأخرى للجرائم المالية

قد يجد الأفراد والشركات أنفسهم دون قصد هدفاً للمجرمين، وعليهم أن يدركوا إمكانية حدوث ذلك. أما المجال الذي ينبغي أن تتوافر لدى العاملين في قطاع الخدمات المالية معلومات عنه فهو إمكانية استهداف بيانات عملائهم بالسرقة لتسهيل الاحتيال عن طريق انتحال الشخصية وارتكاب جرائم إلكترونية.

يُعدّ تزوير الهوية أو سرقتها من أسرع أنواع الاحتيال انتشاراً في المملكة المتحدة.

- تزوير الهوية: استخدام هوية مسروقة من شخص آخر للقيام بنشاط إجرامي بهدف الحصول على سلع أو خدمات عن طريق الخداع والتدليس. وينطوي ذلك عادةً على استخدام وثائق هوية مسروقة أو مزوّرة كجواز السفر أو رخصة قيادة السيارة.

اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

- سرقة الهوية (يُسمى أيضاً انتحال الشخصية) هو سرقة تفاصيل هوية شخص آخر (كالاسم، أو تاريخ الولادة، أو مكان الإقامة الحالي أو أماكن الإقامة السابقة)، من دون علمه أو موافقته، ومن ثم استخدامها لشراء سلع أو خدمات باسم ذلك الشخص.

تُعَدُّ هويّة أيّ شخص (وقدرته على إثباتها) مقوِّماً جوهرياً لجميع أنشطته التجارية، إذ تحتاج المنظمات إلى التحقق من هوية أيّ شخص يتقدّم بطلب للحصول على خدمات الائتمان أو الاستثمار فضلاً عن التأكد من صحة المعلومات المتعلقة بمكان إقامته.

إن الإجراءات التي تستخدمها المنظمات للتحقق من صحة المعلومات التي يقدّمها العملاء تساعد على الكشف عن معظم محاولات الاحتيال عن طريق تزوير الهوية، وتحول دون وقوعها. مع ذلك، يجري قبول بعض الطلبات الاحتيالية أحياناً، وذلك بفضل التقنيات المعقدة التي يستخدمها المحتالون.

عندما يفتح المجرمون حسابات في البنوك والمنظمات المالية الأخرى، فإنهم يستخدمون عادة بيانات مسروقة من أشخاص حقيقيين لتوفير المعلومات اللازمة لملء الطلبات وغير ذلك، بحيث تبدو هذه المعلومات، عند التحقق من صحتها بالرجوع إلى قواعد البيانات العادية الخاصة بعناوين الإقامة والتصنيف الائتماني للأفراد، وكأنها تثبت فعلاً الطبيعة الحقيقية للطلب.

ويُعَدُّ الحصول على وثائق "استصدارية" - أي وثائق تتيح لحاملها استصدار (أو التقدم بطلب للحصول على) وثائق أخرى ومن ثم إنشاء سجل أو "تاريخ" له، يمكن أن يُنْعَمَ القائمين على عمليات التحري والتحقق من هوية العميل الأساسية. وقد يسارع المحتال إلى استخدام هذه المعلومات قبل أن يتنبّه مصدر البيانات إلى سرقتها، وقد يستخدمها، مثلاً، وسيلة للوصول إلى هويات أشخاص آخرين حتى لا يتنبّه مصدر البيانات.

أما النوع الآخر من الجرائم الذي بات يشهد انتشاراً سريعاً فهو الجرائم الإلكترونية.

بالرغم من عدم الاتفاق على تعريف موحد للجريمة الإلكترونية، إلا أن وكالات إنفاذ القانون تميّز عموماً بين نوعين أساسيين من الجرائم المتعلقة بالإنترنت:

- الجرائم الإلكترونية المتقدّمة (أو جرائم التكنولوجيا المتقدّمة) - هجمات متطورة ومعقدة على أجهزة الكمبيوتر وبرامجه.
- الجرائم التي تمكّنها الإنترنت - اتخذ كثير من الجرائم "التقليدية" منحى جديداً مع ظهور الإنترنت كالجرائم المرتكبة بحق الأطفال، والجرائم المالية، وحتى الإرهاب.

فيما مضى، كان معظم مرتكبي الجرائم الإلكترونية من الأفراد أو المجموعات الصغيرة. أما اليوم، فقد باتت السلطات تتعامل مع شبكات إلكترونية إجرامية شديدة التعقيد تجمع أفراداً من مختلف أنحاء العالم في الزمن الحقيقي لارتكاب جرائم على نطاق غير مسبوق. ويشهد العالم اتجاهات جديدة في الجريمة الإلكترونية على الدوام، ما يسبّب خسائر للاقتصاد العالمي تُقدَّر تكلفتها بمليارات الدولارات.

تتحول المنظمات الإجرامية على نحوٍ متزايد نحو الإنترنت لتيسير أنشطتها، وتحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح في أقصر وقت ممكن. فالجرائم نفسها ليست جديدة بالضرورة - كالسرقة والاحتيال والمقامرة غير الشرعية وبيع الأدوية المغشوشة - لكنها تتطور بتطور الفرص المتوافرة على الإنترنت، وتصبح من ثم أوسع انتشاراً وأعظم ضرراً.

٣- التداول بناءً على معلومات داخلية والتلاعب بالسوق

١-٣ التداول بناءً على معلومات داخلية

الهدف التعليمي

١-٣-٨ معرفة المخالفات التي تُصنّف في بند تداول الشخص المُطلّع على المعلومات الداخلية للشركة والأدوات المالية المشمولة بهذه المخالفة

عندما يتداول أعضاء مجلس الإدارة أو الموظفون في إحدى الشركات المُدرّجة في السوق المالية بأسهم الشركة العاملين بها، يبرز احتمال ارتكابهم لمخالفة يُعرّف باسم **التداول بناءً على معلومات داخلية**.

فقد يشتري مدير إحدى الشركات، على سبيل المثال، أسهماً بناءً على معرفته بتحسّن أعمال الشركة على مدار الأشهر الستة الماضية على نحو يفوق التوقعات في السوق. فالمدیر يتمتع بميزة الاطلاع على هذه المعلومة لأنّه يعمل "داخل الشركة". ويُعدّ هذا التصرف مخالفة قانونية في الأسواق كلها تقريباً، ويُعاقب مرتكبه بالغرامة المالية أو السجن أو كليهما معاً.

وقبل الحكم على تداول الشخص المُطلّع على المعلومات الداخلية للشركة، من الضروري تعريف هذا الشخص وتحديد ماهية هذه المعلومات والملابسات التي قد تُؤدّي إلى هذه المخالفة.

والمقصود بالمعلومات الداخلية للشركة تلك المعلومات التي ترتبط بأوراق مالية محدّدة أو إحدى الجهات المُصدّرة للأوراق المالية (وليس بالأوراق المالية أو الجهات المُصدّرة للأوراق المالية على وجه العموم)، حيث تتّصف هذه المعلومات بأنّها:

- محدّدة أو دقيقة
- وليست متوافرة علناً
- ومن المرجّح أن يترتّب عن إفصاحها لعامة الناس آثار كبيرة في سعر الأوراق المالية المعنية.

ويُشار إلى المعلومات الداخلية عموماً بأنها "معلومات غير منشورة ذات أثر على السعر"، ويُقال إن الأوراق المالية في هذه الحالة "أوراق مالية متأثرة بالسعر". وتصبح هذه المعلومات معلومات عامة عندما تُنشر علناً للاطلاع العام.

هذا وقد تُصنّف المعلومات على أنّها معلومات عامة (علنية) حتى إن لم يكن ممكناً الحصول عليها سوى من قبل خبراء أو أشخاص يقومون بالتحريّ الدقيق بحثاً عن المعلومات (مثل التحليل الدقيق لحسابات الشركة أو البحث الدقيق في المكتبة).

أما الشخص المُطلّع على معلومات تُؤثّر في السعر من مصدر داخلي، فيُدعى الشخص المُطلّع على المعلومات الداخلية للشركة، وقد يكون هذا الشخص:

١. قد حصل على المعلومات لكونه مديراً أو موظفاً أو حاملاً لأسهم إحدى الجهات المُصدّرة للأوراق المالية
٢. قد اطلع على المعلومة بحكم وظيفته في الشركة أو منصبه أو مهنته (كأن يعمل مُدقّقاً لحسابات الشركة مثلاً)
٣. قد جمع المعلومات عن طريق أحد السبيلين المذكورين أعلاه سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

تقع مخالفة التداول على أساس الاطلاع على المعلومات الداخلية للشركة عندما يشتري الشخص المُطلع على هذه المعلومات الداخلية غير المتوافرة علناً أو يبيع أوراقاً مالية تتأثر بالسعر. كما تحدث أيضاً إذا حثَّ هذا الفرد شخصاً آخر لتداول الأوراق المالية المتأثرة بالسعر أو كشف عن المعلومات إلى شخص آخر (خارج إطار أدائه لمهامه الوظيفية).

أما الأدوات المالية التي تشملها أحكام التداول على أساس الاطلاع على المعلومات الداخلية للشركة، فتوصف عموماً بمصطلح "الأوراق المالية"، وتتضمن:

- الأسهم
- السندات الصادرة عن شركة خاصة أو إحدى منظمات القطاع العام
- عقود الكفالة
- شهادات الإيداع
- عقود الخيار (لشراء الأوراق المالية أو بيعها)
- العقود المستقبلية (لشراء الأوراق المالية أو بيعها)
- عقود فروق الأسعار (القائمة على الأوراق المالية أو أسعار الفائدة أو مؤشرات الأسهم).

وتجدر الملاحظة إلى أن تعريف "الأوراق المالية" لا يتضمن عادةً السلع والمشتقات القائمة على السلع (مثل عقود الخيار والعقود المستقبلية على المنتجات الزراعية أو المعادن أو منتجات الطاقة)، أو وحدات الاستثمار في صناديق الاستثمار الجماعي المفتوحة.

٢-٣ التلاعب بالسوق

الهدف التعليمي

٢-٣-٨ معرفة المخالفات التي تُصنّف على أنها تلاعب بالسوق والأدوات المالية التي تشملها هذه المخالفات

قد تؤدي إساءة استخدام قواعد السوق إلى إلحاق الضرر بمصالح المستثمرين الماليين بصورة غير مشروعة، ويكون ذلك إما مباشرة أو غير مباشرة. وقد تشكل تصرفات معينة، على غرار التداول بناءً على معلومات داخلية والتلاعب بالسوق، إساءة لاستخدام قواعد السوق.

تُعدّ إساءة استخدام قواعد السوق مخالفة في القانون المدني يمكن أن تفرض الهيئة التنظيمية بموجبها الغرامات والعقوبات. كما أن التداول بناءً على معلومات داخلية والتلاعب بالسوق قد يشكلان أيضاً جريمة جنائياً تتم بمقتضاه الملاحقة القضائية.

وعلى سبيل المثال، تحظر اللوائح الأوروبية ولوائح المملكة المتحدة بصورة خاصة ثلاثة أنواع لإساءة استخدام قواعد السوق، ويخضع ذلك لبعض الاستثناءات، كما هو موضح أدناه.

• ينشأ التداول بناءً على معلومات داخلية عندما يستعمل شخص ما هذه المعلومات بغرض التداول، أو محاولة التداول، أو تقديم توصيات لشخص آخر أو حصّه على القيام بذلك. • يتضمن التداول شراء أو بيع أدوات مالية ترتبط بها المعلومات الداخلية، فضلاً عن إلغاء أوامر البيع أو الشراء أو تعديلها بعد الحصول على المعلومات الداخلية ذات الصلة بهذه الأداة المالية. • يُعتبر الشخص الذي يستخدم عمليات التوصية والإقناع هذه أيضاً متداولاً بناءً على معلومات داخلية للشركة، حيث أنه يعلم، أو من المفترض علمه بأن هذه العمليات تستند إلى معلومات داخلية. • في المملكة المتحدة، تقرر الهيئة التنظيمية المختصة ما الذي يُفترض به أن يكون على علم به في ظروف مماثلة.	التداول بناءً على معلومات داخلية
• ينص شرط الإفصاح العام على أن تقوم الجهات المُصدرة بإبلاغ الأفراد في أقرب وقت ممكن بالمعلومات الداخلية التي تتعلق بهم مباشرةً. وعندما يتم قبول أوراقها المالية للتداول في سوق يخضع للقوانين التنظيمية، يجب أن يتم الإفصاح أيضاً عن آلية التخزين المركزية المعتمدة رسمياً. • يجدر إعداد قوائم بالأشخاص المخولين بحق الإطلاع على معلومات داخلية والحفاظ عليها. • يجب على أعضاء مجلس الإدارة وكبار المسؤولين التنفيذيين (والأشخاص المرتبطين بهم ارتباطاً وثيقاً) الذين يحق لهم الإطلاع على المعلومات الداخلية بصورة منتظمة، إخطار كل من الجهة المصدرة والهيئة التنظيمية المختصة بكل معاملات الحسابات المتعلقة بأسهم الجهة المُصدرة أو أدوات الدين أو المشتقات المالية أو الأدوات المالية الأخرى ذات الصلة.	شروط الإفصاح العام
يتمّ التلاعب بالسوق إذا كان الشخص يُقدم على أي من الأنشطة أو السلوكيات المحددة والتي تشمل: • إعطاء إشارات خاطئة أو مضلّة حول العرض أو الطلب أو السعر في ما يتعلق بأداة مالية • استخدام أجهزة افتراضية أو غيرها من أشكال الخداع أو التزوير التي يُحتمل أن تؤثر في أسعار الأدوات المالية • نشر المعلومات التي تعطي، أو يُرجّح أن تعطي إشارات خاطئة أو مضلّة بشأن العرض أو الطلب أو السعر في ما يتعلق بالأدوات المالية؛ أو تضمن، أو يُحتمل أن تضمن، بلوغ الأسعار معدلات غير طبيعية أو اعتيادية، بما في ذلك نشر الشائعات مع العلم بأنّ المعلومات غير صحيحة أو مضلّة • بعض السلوكيات الأخرى بما في ذلك التعاون بغرض اتخاذ مركز مسيطر على العرض أو الطلب على ورقة مالية، أو استحداث ظروف تداول غير عادلة أخرى بما في ذلك التداول الآلي (التداول القائم على الخوارزميات) والتداول عالي التردد (الذي يقوم أيضاً على أساس خوارزميات رياضية حيث يجري بيع الأسهم وشراؤها بأحجام كبيرة بصورة تلقائية وبسرعة هائلة).	التلاعب بالسوق

٤ - النزاهة والسلوك الأخلاقي في الممارسة المهنية

الهدف التعليمي

٤-١-٨ فهم المبادئ الأساسية للنزاهة المهنية والسلوك الأخلاقي في قطاع الخدمات المالية

قد يجد أي امرئ نفسه عند مفترق طرق يفرض عليه الاختيار بين عدد من السلوكيات الأخلاقية، وقد يكون اختيار الصواب أمراً بسيطاً وواضحاً. غير أن العديد من المواقف تداولتها الأخبار عبر السنين عن تصرفات منافية للأخلاق بدرت عن أشخاص عقال من أصحاب المبادئ الأخلاقية.

على الرغم من وجود علاقة وثيقة بين المبادئ الأخلاقية والقوانين، إلا أنه لا ينبغي اعتبار المبادئ الأخلاقية مجموعة فرعية من اللوائح التنظيمية، بل إنها أمر مهم بحد ذاته.

وتتمكن الكثير من الشركات والأفراد في الالتزام بأعلى المعايير الأخلاقية من دون الشعور بالحاجة إلى وضع سياسات رسمية وإجراءات توثق الامتثال للمعايير الأخلاقية المقبولة، لا يمكن أن نفترض أن الوعي الأخلاقي يحدث تلقائياً. وبناءً عليه، إذا أردنا تحقيق أعلى معايير السلوك الأخلاقي في قطاعات العمل، لا بُد أن نجد طريقة لنشر نوع من الوعي الأخلاقي.

فإذا قبلنا بضرورة التلازم بين أقوالنا وأفعالنا، وجب علينا أولاً السعي إلى ترسيخ المنهج الأخلاقي الذي يقودنا تلقائياً للتفكير بعمق في كل قرار وكل موقف نواجهه في حياتنا اليومية حتى نتبين الصواب من الخطأ قبل اتخاذ أي قرار.

فكل إنسان معرض لأن يواجه مواقف معينة في بيئة العمل حيث يضطر إلى اتخاذ قرار ما في الوقت الذي يصعب عليه أن يتبين ما إذا كان أداء المهمة التي كُلف بها في الواقع أمراً صائباً أم لا.

وقد صُممت قائمة الأسئلة الآتية لتساعدنا على اتخاذ القرار السليم في حالات كهذه. إسأل نفسك: هل القرار:

- **صريح** - هل الأشخاص جميعاً الذين سيتأثرون بسلوكك أو قرارك على اطلاع تام على هذا القرار، أو هل سيطّلعون عليه؟
- **نزاهة** - هل يتقيد قرارك بالقوانين أو اللوائح التنظيمية المعمول بها؟
- **شفاف** - هل الأطراف المعنية كلها على دراية بما يجري أو بما سيحدث في المستقبل؟
- **عادل** - هل العملية أو القرار عادلة/عادل تجاه كل واحدٍ من الأشخاص المعنيين؟

ومن أبسط الاختبارات وأكثرها شيوعاً لمعرفة ما إذا كان قرارك سليماً أم لا هو أن تسأل نفسك: "هل أنا مستعد للظهور في وسائل الإعلام للحديث عن هذا القرار أو العملية والدفاع عنه/عنها علانية؟"

٤-١ قواعد السلوك المهني واللوائح التنظيمية

الهدف التعليمي

٨-١-٣ معرفة مدونة قواعد السلوك المهني الخاصة بالمعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار (CISI)

يُعدّ وضع مجموعة واضحة من معايير السلوك المهني وآليات تطبيقها شرطاً لازماً لأيّ قطاع حيث تكون الثقة إحدى سماته البارزة. وهذا ما يعلّل سبب الانتشار الكبير للهيئات المهنية في مجالات الصحة وإدارة الأصول - بوصفها قطاعات يكون فيها المستهلكون أكثر تأثراً بالأداء ولديهم توقعات أعلى منها في عدّة مجالات أخرى.

ويوجد ضمن قطاع الخدمات المالية هيكلٌ معيّن حيث تفرض الهيئات الرقابية (راجع الفقرة ١-٢)، في معظم دول العالم، قوانين تنظيمية تفصيلية وإلزامية.

غير أنّ الهيئات المهنية العاملة في مجال الخدمات المالية قد طوّرت مدوّنتها الخاصة لقواعد السلوك التي يلتزم بها أعضاؤها. ويوضّح المخطط الآتي عيّنة من نطاق المسؤوليات المنوطة بها.

بادر المعهد المُعتمد للأوراق المالية والاستثمار فعلاً إلى وضع مدوّنة خاصة به لقواعد السلوك، ويطلب من أعضاء المعهد جميعاً الالتزام بها للارتقاء إلى مستوى المعايير المحدّدة في إطار مبادئ المعهد.

وفي ما يأتي اقتباسٌ من مقدّمة هذه المبادئ:

”تقع على عاتق المحترفين من العاملين في قطاع الأوراق المالية والاستثمار واجباتٌ مهمّةٌ تجاه عملائهم والسوق والقطاع والمجتمع برُمته. وعندما تردّ هذه الواجبات في نصّ القانون أو اللوائح التنظيمية، يجب على هؤلاء الالتزام دائماً بها على نحوٍ صريحٍ وشفافٍ.

تستلزم عضوية المعهد المُعتمد للأوراق المالية والاستثمار من الأعضاء استيفاء المعايير المنصوص عليها في مدوّنة المبادئ السلوكية الخاصة بالمعهد، حيث تفرض هذه المبادئ على الأعضاء واجب التصرف على نحوٍ يتجاوز مجرد الالتزام بالقوانين السارية.

نلاحظ بوضوح ماهية السلوك المتوقّع من الأعضاء في قطاع المال: ”التصرّف على نحوٍ يتجاوز مجرد الالتزام بالقوانين السارية“، أي يجب علينا فهم واجب التصرف بنزاهة في كافة نواحي عملنا وعلاقاتنا المهنية.

اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

أصحاب المصلحة	المبادئ
الذات، العملاء، والهيئات التنظيمية، وزملاء العمل، والمشاركين في الأسواق، والمؤسسة، والمهنة، والمجتمع	المساءلة الشخصية - السعي إلى الالتزام بأعلى مستويات المعايير الشخصية والمهنية في جميع الأوقات، والتصرف بنزاهة وصدق وتطبيق المهارات اللازمة والاجتهاد والعناية الواجبة لتجنب أي أفعال، قد تضر بسمعة مؤسستك أو هيئتك المهنية أو مهنة الخدمات المالية، سواء بشكل شخصي أو في بيئة العمل عن بُعد أو بيئة العمل الرقمية.
العملاء	التركيز على العميل - وضع مصالح العملاء في المقام الأول من خلال معاملتهم بإنصاف، والتصرف بمثابة وكيل أمين على مصالحهم، دون السعي أبداً للحصول على ميزة أو تحقيق مصلحة شخصية من المعلومات السرية التي يتم الحصول عليها واستخدام بيانات العملاء فقط لغرض محدد.
العملاء، والمشاركين في السوق، والهيئات التنظيمية	تعارض المصالح - الحذر من أي تعارض في المصالح الشخصية أو غيرها من أشكال تعارض المصالح وإدارته بشكل فعال وعادل، والامتثال للتشريعات واللوائح قدر الإمكان، والحرص على التعاون مع جميع الهيئات التنظيمية التي تخضع لها، ومعارضة السلوك غير القانوني أو السلوك غير الأخلاقي والإبلاغ عنه.
العملاء، والمشاركين في السوق	احترام المشاركين في السوق - معاملة جميع الأطراف المقابلة وشركاء الأعمال باحترام، ومراعاة المعايير المناسبة لنزاهة السوق والممارسات الجيدة والسلوك والسرية المطلوبة للحفاظ على أعلى مستوى من الثقة المتبادلة.
المهنة، والعملاء، والزملاء	التطوير المهني - السعي المستمر لتحقيق التميز المهني، والالتزام بالتطوير المهني المستمر وتعزيز تطوير الآخرين ودعمهم.
العملاء، والمهنة، والمشاركين في السوق	إدراك القدرات - رفض التصرف في أي مسألة لست مؤهلاً أو تملك الكفاءة اللازمة للقيام بها إلا في حالة التمكن من الحصول على المشورة أو المساعدة اللازمة لتنفيذ العمل بطريقة مهنية، مع مراعاة طبيعة الصلاحيات الفردية الممنوحة لك من العملاء والأطراف المقابلة.
المجتمع، وزملاء العمل، والعملاء، والهيئات التنظيمية، والمشاركين في السوق، والمهنة، والهيئات المهنية	احترام الآخرين والبيئة - معاملة الجميع بإنصاف واحترام، ودعم منح الفرص للجميع، واحتضان التنوع والشمول والتأكد من مراعاة التأثير البيئي لعملك.

المجتمع، وزملاء العمل	التحدث والاستماع – أن تكون فعالاً في التحدث وتشجيع الآخرين على القيام بذلك من خلال الاستماع، وتعزيز بيئة آمنة للجميع وإدراك المسؤوليات التي تتحملها تجاه المجتمعات التي تعمل فيها.
------------------------------	--

أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحة الأجوبة بالعودة إلى الفقرة ذي العلاقة:

١. ما المهمة التي أنشئت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (الآيسكو) لتيسيرها؟
مرجع الإجابة: الفقرة ١-١
٢. أذكر ثلاثة من الأهداف المشتركة للجهات التي تمارس الرقابة على الخدمات المالية عالمياً.
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-١
٣. ما المراحل الثلاث لغسل الأموال؟
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٢
٤. ما المقصود بمصطلح "المعلومات الداخلية للشركة"؟
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٣
٥. ما فئات الأوراق المالية التي تنطبق عليها القواعد المتعلقة بتداول الشخص المطلع على المعلومات الداخلية للشركة؟
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٣
٦. ما أنواع السلوكيات التي قد تؤدي إلى اتهام شخص ما بإساءة استخدام قواعد السوق؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٣

اللائحة التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

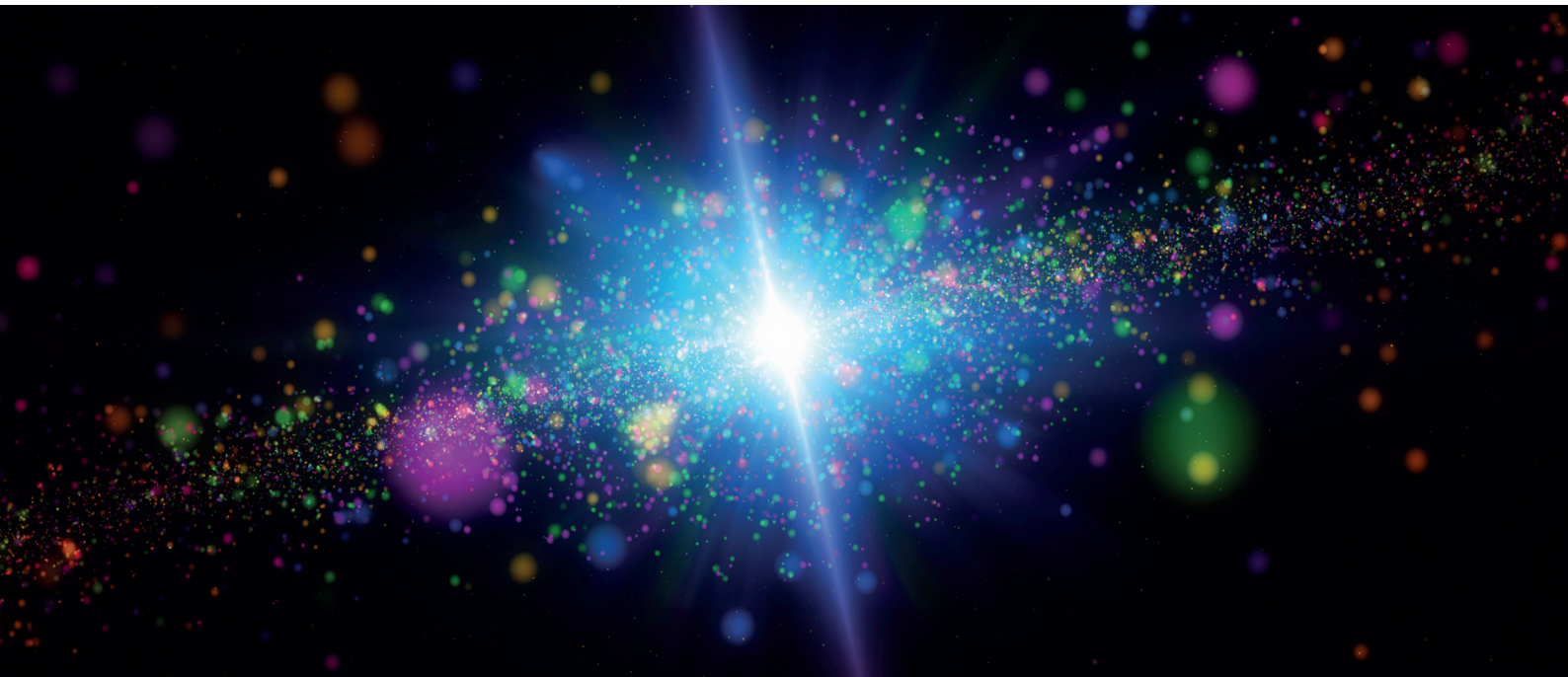
اللائحة التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

الفصل التاسع

المنتجات المالية الأخرى

١٨١	١. صناديق التقاعد
١٨٣	٢. القروض
١٨٧	٣. القروض العقارية
١٩١	٤. التأمين على الحياة

يتضمن هذا الفصل قرابة ٥ أسئلة من أصل ٥٠ سؤالاً من أسئلة الاختبار



١ - صناديق التقاعد

الأهداف التعليمية

- ١-١-٩ معرفة أسباب التخطيط للتقاعد
- ٢-١-٩ معرفة الخصائص الرئيسية لصناديق التقاعد وخصائص المخاطر المتعلقة بها: صناديق التقاعد الحكومية؛ صناديق التقاعد المهنية (برامج المزايا (أو المنافع) المحددة؛ برامج المساهمات (أو الاشتراكات) المحددة)؛ برامج التقاعد الشخصية

١-١ التخطيط للتقاعد

تمثل صناديق التقاعد والمنزل الذي يسكنه الفرد الأصول الرئيسية بحوزة كثير من الأفراد.

يُعرف صندوق التقاعد بأنه صندوق استثماري يساهم فيه الفرد طيلة مدة حياته المهنية قبل التقاعد عادةً بغرض توفير مبلغ مقطوع يحصل عليه المنتفع من الصندوق عند التقاعد بالإضافة إلى راتب تقاعد سنوي يتم دفعه بعد ذلك. وتتميز اشتراكات التقاعد في عدة دول بالكفاءة الضريبية بصورة عامة، بمعنى أنها تخفض المبلغ الخاضع للضريبة من دخل الفرد فتتخفف بالتالي قيمة ضريبة الدخل المدفوعة. وتوفر الحكومات عادةً هذه الميزات الضريبية لتشجيع الأفراد على التخطيط لتأمين احتياجاتهم مع التقدم في السن. وغالباً ما تخضع معاشات التقاعد نفسها لضريبة الدخل عندما يتلقاها المتقاعدون.

٢-١ صناديق التقاعد الحكومية

تتوافر صناديق التقاعد الحكومية في عدة دول لتزويد المتقاعدين بالأموال التي تعينهم على تدبر أمور معيشتهم بعد التقاعد.

وتختلف هذه الصناديق من دولة إلى أخرى طبعاً، لكن تجمعها إحدى الخصائص المشتركة ألا وهي أن الحكومة تدفع رواتب التقاعد الحكومية من دخلها للعام الحالي، من دون أي استثمار لتلبية الاحتياجات المستقبلية.

تعدّ هذه المسألة مشكلة خطيرة في كثير من دول العالم، لا سيما مع ارتفاع متوسط عمر الفرد بعد التقاعد، الأمر الذي يضع الحكومات أمام قضايا كبيرة تتعلق بالتمويل. ففي المملكة المتحدة مثلاً، من المتوقع أن تتخفف معدلات الإعالة (ويقصد بها عادةً نسبة المواطنين العاملين إلى أولئك الذين لا يعملون، مثل المتقاعدين) إلى ٣:١ بحلول عام ٢٠٣٠، وإلى ٢,٥:١ بحلول عام ٢٠٥٠. ما يعني أنه بحلول عام ٢٠٥٠، إما سيتعين على كل عاملٍ دعم اثنين تقريباً من المتقاعدين، أو سينخفض الدعم المتوافر للفرد الواحد بشكل ملحوظ، أو قد يكون الحل مزيجاً من هذين الاثنين.

لكن الدول النامية، مثل الهند، تتميز بنسب إعالة منخفضة نسبياً بسبب ارتفاع نسبة الشباب بين السكان نسبياً. وبالتالي، تواجه هذه الدول تحدياً مختلفاً يتمثل في إيجاد وسيلة لإنشاء نظام تقاعد شامل، باشتراكات معقولة وعادلة، وآلية للاستعداد للتقاعد في المستقبل في ظلّ تحسّن مستويات المعيشة وازدياد الثروة.

٣-١ صناديق التقاعد المهنية

تعدّ برامج التقاعد المهنية من أقدم أنواع الصناديق التي ظهرت استكمالاً لصناديق التقاعد الحكومية. تُدار صناديق التقاعد في الشركات أو برامج التقاعد المهنية من قبل الشركات لصالح موظفيها.

ومن أهم مميزات هذه البرامج:

- تساهم جهات العمل في الصندوق بالإضافة إلى مساهمة العامل (علماً بأن بعض برامج التقاعد التي تديرها الشركات لا تتطلب أي مساهمات من العامل ويُطلق على هذه البرامج "برامج التقاعد غير الإسهامية").
- غالباً ما تكون تكاليف تشغيل الصندوق أقل من تكاليف تشغيل برامج التقاعد الشخصية. ويتحمل رب العمل هذا العبء عادةً.
- يجب أن يتأكد رب العمل من أن صندوق التقاعد يُدار بطريقة جيدة. ويجب عليه في حالة برامج المزايا المحددة سُدَّ أي عجز في تمويل الصندوق.

وفي برامج التقاعد المهنية، تقدّم جهة العمل مساهماتٍ للصندوق بالنيابة عن الموظفين لديه. فعلى سبيل المثال، قد يوفّر أحد هذه البرامج للموظف نسبة تعادل ١/٤٠ أو ١/٦٠ من راتبه النهائي عن كل سنة من سنوات الخدمة في الشركة، ويستطيع الموظف بعد ذلك التقاعد بمعاش سنوي يرتبط حجمه بعدد سنوات الخدمة والراتب الذي كسبه. يُعرّف هذا النوع من برامج التقاعد المهني باسم نظام التقاعد القائم على الراتب النهائي أو نظام المزايا المحددة. وقد توقّفت كثير من جهات العمل في القطاع الخاص عن توفير مثل هذه البرامج المهنية للموظفين الجدد بسبب ارتفاع متوسط العمر المتوقع للفرد وفي ظل تقلّب عوائد الاستثمار والآثار المترتبة عن هذه العوامل على تمويلهم لهذه البرامج.

بدلاً من ذلك، أصبحت برامج التقاعد المهنية المتوافرة للموظفين الجدد تركز عادةً على أساس المساهمات (الاشتراكات) المحددة، حيث يتحدّد حجم المعاش التقاعدي بحسب الاشتراكات المدفوعة والأداء الاستثماري للصندوق. وفقاً لهذا النوع من البرامج التقاعدية، يتم إنشاء صندوق استثماري، ويتحدّد مبلغ الراتب الذي سيحصل عليه الفرد عند التقاعد بحسب قيمة الصندوق ومقدار المعاش التقاعدي الذي يمكن أن ينتجه.

يُعدّ ارتفاع تكاليف توفير نظام المزايا المحددة أحد الأسباب وراء إغلاق أبواب الاشتراك في هذه الصناديق أمام الموظفين الجدد في العديد من الشركات، حيث أصبحت هذه الشركات توفّر برامج قائمة على أساس المساهمات المحددة فقط للعاملين فيها. ومن المزايا الرئيسية لبرامج التقاعد القائمة على أساس المساهمات المحددة - لدى مقارنتها ببرامج المزايا المحددة - بالنسبة لأرباب العمل إزاحة مسؤولية الأداء الضعيف للصندوق عن عاتق جهة العمل وإلقاؤها على عاتق الموظفين الذين يحصلون في هذه الحالة على معاشٍ تقاعدي أقل.

١-٤ برامج التقاعد الشخصية

تُعرّف برامج التقاعد الخاصة أو الشخصية بأنها خطط تقاعد فردية، وهي عبارة عن برامج تقاعد بمساهمات محددة يمكن أن يستخدمها العاملون لدى الشركات التي لا تقدّم برامج تقاعد خاصة بها، كما يمكن استخدامها بالإضافة إلى برنامج التقاعد في الشركة ومن قبل أصحاب الأعمال الحرة.

وفي الحقيقة يوجد العديد من أرباب العمل الذين ينظّمون برامج تقاعد شخصية لموظفيهم بواسطة الاتفاق على ترتيبات إدارة هذه البرامج مع شركة تأمين أو شركة لإدارة الأصول. وقد يسهم أيضاً جهات العمل هؤلاء في برامج التقاعد الشخصية للموظفين العاملين لديهم.

أما بالنسبة للأفراد وأصحاب الأعمال الحرة من الراغبين في التخطيط لتقاعدهم الذين لا تتوافر لديهم إمكانية الاشتراك في برامج التقاعد المهنية أو برامج التقاعد الشخصية التي يربّتها جهات العمل، فيجب عليهم أن يتدبّروا التخطيط لمعاشاتهم التقاعدية. ويتم ترتيب ذلك غالباً عبر إحدى شركات التأمين أو إدارة الأصول بحيث يستطيع الفرد أن يختار من بين مجموعة متنوعة من صناديق الاستثمار المعروضة أمامه.

المنتجات المالية الأخرى

تظهر المسؤولية الرئيسية التي تقع على عاتق الفرد عند اشتراكه في أي من برامج التقاعد الخاصة في اختياره لصندوق الاستثمار أو الأرصدة المباشرة في برنامج التقاعد الذي تديره إحدى شركات التأمين أو إدارة الأصول. وبالتالي يتحمل الفرد مسؤولية متابعة أداء استثماراته والحكم على ما إذا كانت كافية لتلبية احتياجاته عند التقاعد أم لا.

١-٤-١ حسابات التقاعد الفردية

لا توجد حسابات التقاعد الفردية (Individual retirement accounts IRAs) سوى في الولايات المتحدة، وتُعدّ عملياً نوعاً من نظام التقاعد الشخصي. يفتحها دافعوا الضرائب من الأفراد الذين يسدّدون الاشتراكات حتى حدٍّ معيّن تكون عنده معفاة من الضرائب جزئياً. وتُطبّق الإعفاءات من الضرائب على حسابات التقاعد الفردية بما يناسب دخل الفرد والشرية الضريبية التي يقع ضمنها، ومقدار التغطية بالخطة التقاعدية التي يراها ربّ عمله.

٢- القروض

الأهداف التعليمية

١-٢-٩ معرفة أوجه الاختلاف بين القروض المصرفية والسحب على المكشوف والاقتراض بواسطة البطاقات الائتمانية

٤-٢-٩ معرفة أوجه الاختلاف بين الاقتراض المضمون وغير المضمون

١-٢ أنواع الاقتراض

يمكن للأفراد الاقتراض من المصارف أو المؤسسات المالية الأخرى بثلاث طرق رئيسية:

- السحب على المكشوف
- الاقتراض عن طريق البطاقات الائتمانية
- القروض المصرفية.

١-١-٢ السحب على المكشوف

يُقصد بالسحب على المكشوف أن يسحب الشخص مبلغاً من المال يتجاوز المبلغ الموجود في حسابه المصرفي، فيوصف حسابه في هذه الحالة بأنه أصبح حساباً مكشوفاً.

يُعدّ السحب على المكشوف مرخّصاً إذا كان المبلغ المسحوب في نطاق حدود معينة متفقٍ عليها مسبقاً مع المصرف. أما إذا لم يُتفق عليها مسبقاً أو إذا تجاوز المبلغ المسحوب الحدّ المتفق عليه، فيقال إن السحب على المكشوف غير مرخّص به.

تكون أسعار الفائدة على عمليات السحب على المكشوف غير المرخّص بها مرتفعة جداً، حيث يدفع صاحب الحساب عادةً سعر فائدة عالٍ يُفرض على المبلغ المُقترض بالإضافة إلى رسوم معينة. كما يمكن للمصرف أن يرفض الاعتراف بالشيكات المكتوبة على الحساب المكشوف غير المرخص به، ويشار إلى هذه الشيكات على أنها شيكات "مرتجعة" (Bouncing Cheques). وفي بعض البلدان، يُعدّ إصدار شيك من دون وجود رصيد كافٍ بحساب الفرد مخالفة في القانون الجنائي.

ويخضع السحب على المكشوف المرخص به مسبقاً من قبل المصرف إلى سعر فائدة أقل نسبياً، وتسمح بعض المصارف بالسحب على المكشوف لمبالغ صغيرة من دون فرض رسوم لتجنب استياء العميل في حال قيامه بالسحب على المكشوف لمبلغ زهيد نسبياً نظراً إلى عدم تزامن التوقيت بين المدفوعات الواردة وتلك الصادرة.

وتُعدّ عمليات السحب على المكشوف طريقة سهلة للاقتراض لكنها باهظة الثمن، ويجب على المقترضين أن يحاولوا الحدّ من استخدامهم لها والاقتصار على استخدامها مؤقتاً فقط مع تجنب السحب على المكشوف غير المرخص به قدر الإمكان.

٢-١-٢ الاقتراض عن طريق البطاقات الائتمانية

تُعدّ البطاقات الائتمانية من أكثر أدوات الاقتراض شيوعاً واستخداماً على الإطلاق من قبل الأفراد في الولايات المتحدة وفي عدّة دول أخرى، حيث تصدر بطاقات الائتمان عن المصارف والمؤسسات المالية، كما تصدر عن محلات البيع بالتجزئة أيضاً، غير أنّ استعمال البطاقات الائتمانية أقل شيوعاً بكثير في دول أخرى ومن بينها معظم أنحاء أوروبا.

يمكن استخدام البطاقة الائتمانية على نطاق واسع لسداد ثمن المشتريات من السلع مثل الطعام والأجهزة الكهربائية والوقود وتذاكر السينما. ويحصل بائع التجزئة على مستحقاته من الشركة التي أصدرت البطاقة الائتمانية مقابل السلع المباعة، علماً بأن الشركة تفرض رسماً صغيراً على بائع التجزئة، لكنّ هذا النظام يتيح للمحل التجاري بيع بضاعته لزيائنه باستخدام بطاقاتهم الائتمانية.

يستلم الزبائن كل شهر عادةً كشف حساب من الشركة التي أصدرت بطاقة الائتمان. وباستطاعة الزبون أن يسدّد المبالغ المستحقة عليه كاملة للشركة أو نسبة مئوية معيّنة فقط من مجموع المبلغ المستحقّ، وفي هذه الحالة تفرض الشركة نسبة فائدة على الرصيد المتبقي والمستحقّ على العميل لحين قيامه بالسداد.

يُعدّ سعر الفائدة المفروض عموماً على بطاقات الائتمان أعلى نسبياً من سعر الفائدة على أشكال الاقتراض الأخرى، بما في ذلك السحب على المكشوف. أما إذا سدّد صاحب البطاقة للشركة الرصيد المستحقّ كله شهرياً، فإنه لا يدفع أي فوائد على الإطلاق. ومن الشائع أن تسعى شركات بطاقات الائتمان إلى جذب عملاء جدد عن طريق تقديم بطاقات ائتمان بسعر فائدة صفرية عند تحويل أرصدهم من بطاقات شركات أخرى إلى الشركة وكذلك عند الشروع باستخدام بطاقة جديدة لسداد ثمن المشتريات الجديدة لمدة زمنية محددة، تصل غالباً إلى ستة أشهر.

٢-١-٣ القروض

يمكن تقسيم القروض إلى مجموعتين: قروض مضمونة وقروض غير مضمونة.

تُستخدم القروض غير المضمونة عادةً في شراء السلع الاستهلاكية، حيث تقوم الجهة المقرضة في هذا النوع من القروض بفحص مستوى الجدارة الائتمانية للمقترض، أي تقييم قدرته على سداد قيمة القرض والفوائد المستحقة عليه خلال المدة المتفق عليها (٤٨ شهراً مثلاً) من دخله الشهري مع أخذ نفقاته القائمة الأخرى في الاعتبار.

كذلك تجدر الإشارة إلى أنّ هذا النوع من القروض لا يرتبط بالسلعة المشتراة بواسطة القرض (بخلاف قروض الرهن العقاري التي سنتطرق إلى دراستها في الفقرة ٣)، بحيث يصعب على الجهة المانحة للقرض إلزام المقترض بالسداد في حال تأخّره عن السداد. ولا يكون أمام الجهة الممولة التي تمنح قرضاً غير مضمون إلاّ اتخاذ الإجراءات القانونية لاسترداد المال المقرض في حال تعرّض المقترض وعجزه عن السداد.

مثال

اقترض سمير مبلغ ١٠,٠٠٠ دولار أمريكي بدون ضمان لمدة ٣٦ شهراً وذلك لشراء مطبخ جديد. وبعد ثلاثة أشهر، خسر سمير وظيفته ولم يعد قادراً على سداد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه. لا تستطيع الجهة المانحة للقرض في هذه الحالة الاستيلاء على المطبخ لاستعادة النقود لأن القرض غير مضمون، وليس أمامها حلّ سوى التفاوض مع سمير لإعادة جدولة المدفوعات أو الشروع بالإجراءات القانونية ضده لاستعادة المبالغ المستحقة عليه.

من الشائع أن تكون القروض الممنوحة لشراء عقارات قروضاً مضمونة. ويُشار إلى هذه القروض باسم القروض العقارية. وبفضل الضمان الذي تحصل عليه الجهة المانحة للقرض، غالباً ما يكون سعر الفائدة أقل ممّا هو عليه في أنواع الاقتراض الأخرى، مثل عمليات السحب على المكشوف والاقتراض غير المضمون. أمّا في حال التخلف عن سداد القروض المضمونة، فيمكن للجهة المانحة الاستيلاء على العقار المستخدم ضماناً للقرض.

مثال

اقتضت سلمى مبلغ ٥٠٠,٠٠٠ دولار أمريكي لشراء منزل، واستخدمت المنزل ضماناً للقرض العقاري. فإذا فقدت سلمى وظيفتها وعجزت عن الاستمرار بدفع الأقساط والفائدة على القرض، تستطيع الجهة المانحة للقرض الاستيلاء على المنزل لاسترداد المال بما أن القرض مضمون بالعقار. وإذا سلكت الجهة المانحة للقرض هذا المسار، يُباع المنزل وتحصل هذه الجهة على المبلغ المستحق لها وتعطي الباقي (إن بقي شيء) لسلمى.

لمزيد من التفاصيل حول القروض العقارية، راجع الفقرة ٣.

٢-٢ أسعار الفائدة

الأهداف التعليمية

٢-٢-٩ معرفة الفرق بين سعر الفائدة المعروض (أو المعلن) على الاقتراض وسعر الفائدة السنوي الفعلي للاقتراض

٣-٢-٩ التمكن من حساب سعر الفائدة السنوي الفعلي للقرض على أساس سعر الفائدة المعروض ومعدل تكرار الأقساط

رأينا في الفقرة السابقة أنّ تكاليف الاقتراض تتباين وفقاً لنوع القرض نفسه ومدة هذا القرض والضمان المقدّم ومبلغ القرض.

وبذلك تُعدّ القروض العقارية المضمونة بمنزل أقل تكلفةً من بطاقات الائتمان والسحوبات المرخصة على المكشوف.

أما بالنسبة لعمليات السحب على المكشوف غير المرخصة فإن تكلفتها مرتفعة للغاية، ويمكن اعتبارها بمثابة غرامة يفرضها المصرف نتيجة عدم إبقائه مطّلعاً كلياً على الإنفاق الزائد.

كما يضطر المقترض إلى التعامل مع مختلف أسعار الفائدة التي تعرضها الجهات المقرضة، لأن أسعار الفائدة التي تعرضها هذه الشركات تكون عادةً أسعاراً ثابتة أقل من السعر الحقيقي أو سعر الفائدة السنوي الفعلي (Effective Annual Rate EAR).

مثال

تعرض شركة موني باغز للبطاقات الائتمانية Moneybags Credit Card سعر فائدة بنسبة ١٢٪ سنوياً، على أساس ربع سنوي، أي كل ثلاثة أشهر.

يمكن تحديد سعر الفائدة السنوي الفعليّ بواسطة أخذ السعر المعروض وقسمته على أربعة (بما يمثل الفائدة كل ثلاثة أشهر). وبذلك يكون سعر الفائدة على المبلغ المقترض المدفوع على أساس ربع سنوي: $12\% \div 4 = 3\%$.

فإذا قام أحد الأفراد باقتراض مبلغ ١٠٠ دولار أمريكي بواسطة بطاقته الائتمانية من الشركة، ولم يسدد المدفوعات المستحقة لمدة سنة، كم يكون المبلغ المستحق عليه؟

في نهاية الربع الأول (الأشهر الثلاثة الأولى) يكون المبلغ المستحق = ١٠٠ دولار أمريكي $\times 3\% = 3$ دولار أمريكي تضاف إلى رصيد الدين، بحيث يكون المبلغ المستحق في نهاية الربع الأول: ١٠٣ دولار أمريكي.

في نهاية الربع الثاني، تستحق الفائدة على القرض الأصلي بالإضافة إلى مبلغ الفائدة للربع الأول. وبعبارة أخرى، سوف تفرض فائدة على الفائدة المستحقة عن الربع الأول، وقدرها ٣ دولار أمريكي بالإضافة إلى القرض الأصلي الذي يبلغ ١٠٠ دولار أمريكي، أي أن قيمة الفائدة عن الربع الثاني تصبح:

١٠٣ دولار أمريكي $\times 3\% = 3,09$ دولار أمريكي تضاف إلى رصيد الدين ليصبح بذلك ١٠٦,٠٩ دولار أمريكي.

وفي نهاية الربع الثالث تفرض فائدة بسعر ٣٪ على الدين (بما في ذلك فائدة الربعين الأول والثاني). فتكون الفائدة = ١٠٦,٠٩ دولار أمريكي $\times 3\% = 3,18$ دولار أمريكي تُضاف إلى رصيد ديونه ليصبح المبلغ ١٠٩,٢٧ دولار أمريكي.

وفي نهاية الربع السنوي الأخير تُضاف الفائدة بسعر ٣٪ إلى مبلغ الدين (بما في ذلك فائدة الربع الأول والثاني والثالث) على النحو الآتي: ١٠٩,٢٧ دولار أمريكي $\times 3\% = 3,28$ دولار أمريكي وتُضاف إلى مبلغ الدين فيصبح ١١٢,٥٥ دولاراً أمريكياً.

وبذلك يكون مجموع الفائدة المستحقة على المئة دولار ١٢,٥٥ دولاراً أمريكياً في نهاية السنة. وهكذا يكون سعر الفائدة السنوي الفعلي:

$$12,55 \div 100 \times 100 = 12,55\%$$

يمكن حساب السعر السنوي الفعلي المذكور أعلاه باختصار إذا أخذنا السعر المعروض ثم قسمناه على معدل تكرار أقساط الفائدة المناسب (أربعة إذا كان ربع سنوي، واثنان إذا كان نصف سنوي، و١٢ إذا كان شهرياً)، ثم عبّرنا عن النتيجة في صورة رقم عشري، بمعنى آخر نعبر عن نسبة الـ ٣٪ في صورة الرقم العشري ٠,٠٣، و٦٪ في صورة ٠,٠٦.

ثم نضيف رقم ١ إلى الرقم العشري، ونرفع الناتج إلى القوة الموافقة لتكرار أقساط الفائدة سنوياً، ونطرح الرقم ١ من الناتج، ونضرب في ١٠٠ لإعادة تحويله إلى رقم عشري، فيكون الناتج سعر الفائدة السنوي الفعلي. وبالتطبيق على المثال المذكور في الفقرة السابقة:

$$12\% \div 4 = 3\%, \text{ ونعبر عنها في صورة رقم عشري، أي } 0,03$$

$$1,03 = 0,03 + 1$$

$$1,1255 = 1,03 \times 1,03 \times 1,03 \times 1,03 = 4(1,03)$$

$$12,55\% = 100 \times 0,1255 = 1 - 1,1255$$

المنتجات المالية الأخرى

يمكن أيضاً تطبيق هذه المعادلة على الودائع لتحديد سعر الفائدة السنوي الفعلي على الوديعة التي يتلقى عليها المستثمر أقساط فائدة منتظمة.

ولتسهيل عملية المقارنة بين أسعار الفائدة، يجب على الجهات المانحة للقروض الإفصاح عن التكلفة الحقيقية للاقتراض متضمنة سعر الفائدة السنوي الفعلي وشاملة لأي رسوم مطلوب دفعها من جانب المقترض. ويُعرف هذا باسم معدل الفائدة السنوي المئوي (Annual Percentage Rate APR). وقد تشمل الرسوم الإضافية التي تضيفها جهة الإقراض إلى تكلفة الاقتراض الرسوم المتعلقة بترتيبات القرض مثلاً.

تجدر الإشارة إلى أن المصطلحات المستخدمة لوصف معدل الفائدة السنوي الفعلي (Effective Annual Rate) قد تختلف على مستوى العالم. ففي المملكة المتحدة مثلاً، تعرف الجهات التنظيمية معدل الفائدة السنوي المئوي (Annual Percentage Rate) على أنه النسبة المئوية لمعدل الرسم السنوي ويمكن استخدامه للمقارنة بين عروض الائتمان والقروض المختلفة. وبذلك فإن هذه النسبة لا تراعي فقط سعر الفائدة على القرض، بل أيضاً الرسوم الأخرى المتعلقة به، كرسوم ترتيبات القرض مثلاً. ويختلف معدل الفائدة السنوي المئوي (Annual Percentage Rate) باختلاف الجهة المانحة للقرض، ويجب على هذه الجهات المانحة كلها أن تقدم النصيحة والمشورة لزيائنها حول معدل الفائدة السنوي المئوي الذي سيدفعونه قبل التوقيع على اتفاقياتهم معها.

٣- القروض العقارية

الهدف التعليمي

١-٣-٩ فهم خصائص سوق التمويل العقاري: أسعار الفائدة؛ نسبة القرض إلى القيمة الحقيقية

٢-٣-٩ معرفة تعريف القرض العقاري وأنواعه: القرض العقاري ذو الأقساط المنتظمة

١-٣ خصائص سوق العقارات والقروض العقارية

القرض العقاري هو قرض مضمون بعقار.

تُعدّ القروض العقارية وسيلة متوافرة لكثير من الأفراد لتمويل شراء عقار. ويقترض معظم الناس بصورة رئيسية لشراء منزل أو شقة. ويكون أجل القروض العقارية عادةً أطول عند مقارنتها بالقروض غير المضمونة، حيث يتراوح بين ٢٠ و ٢٥ سنة.

إلى جانب استخدام الأفراد لقروض الرهن العقاري بغرض شراء المنازل التي يسكنونها، يستخدم بعض الأفراد الأكثر ثراءً هذه القروض لشراء منازل إما لقضاء الإجازات أو بغرض تأجيرها.

في ظل الأداء الملحوظ الذي سجّله سوق العقارات في أنحاء عديدة من العالم على مدار العقود الثلاثة أو الأربعة المنصرمة، ينظر المستثمرون إلى العقارات على أنها استثمارات آمنة إلى حد كبير ويتوقعون أن تحقق عوائد معقولة إذا تم الاحتفاظ بها لأجلٍ طويل. هذا إلى جانب احتمال وجود عامل جذب إضافي ذلك أن أي أرباح رأسمالية مكتسبة من امتلاكك لمنزلك (كثيراً ما تشير إليه السلطات الضريبية بـ "مكان إقامتك الخاص الرئيسي")، لا تخضع عموماً لأي ضريبة على رأس المال، مثل ضريبة الأرباح الرأسمالية (Capital Gains Tax).

لكن تكاليف امتلاك العقارات مرتفعة، وتشمل الرسوم المهنية التي تُدفع للمحامي ومساح المباني. كما أن كل عقار يتّصف بخصائص تميّزه عن غيره بالإضافة إلى أن جاذبية عقار دون سواه تتأثر كثيراً بتفضيلات الأفراد الشخصية. وكما رأينا مؤخراً، فإن أزمات هبوط سوق العقارات أو حتى انهيارها ليست أمراً خافياً أو مستبعداً، لذا لا ينبغي أن يفترض المستثمرون أن سوق العقارات سيتفوق في الأداء على الاستثمارات الأخرى إلى الأبد.

وسواء كان الهدف من قرض الرهن العقاري شراء عقار للسكن أو بغرض تأجيره، تشابه العوامل التي تأخذها الجهة المقرضة في الاعتبار عند دراسة طلب الحصول على القرض، حيث يدرس المصرف المانح للقرض كل من تلك الطلبات من ناحية المخاطر الائتمانية (أي مخاطر عدم سداد أصل القرض والفوائد المستحقة).

يقيم المصرف طلبات الراغبين بالحصول على القرض العقاري بحسب ما يأتي:

- الدخل والاستقرار الوظيفي
- والنفقات الحالية - مثل فواتير الخدمات العامة (المياه والكهرباء) والنفقات المنزلية الأخرى والمصاريف المدرسية
- ونسبة حجم القرض إلى قيمة العقار المشتري ودخل صاحب الطلب. ويشار إلى هذا باسم نسبة القرض إلى القيمة أو نسبة القرض إلى الدخل.

ويمكن للفرد الحصول على قرض تمويل ثانٍ أحياناً على العقار نفسه، لكن تكون الأولوية لسداد القرض الأول في حال تعثّر المقرض في سداد قرضه عند بيع العقار وعدم كفاية الأموال المحصّلة لسداد قيمة القرضين.

٢-٣ أنواع القروض العقارية

هناك العديد من أنواع قروض الرهن العقاري، ولعلّ أكثرها شيوعاً القروض العقارية ذات الأقساط المنتظمة، إذ يقوم المقرض بسداد أقساط شهرية للجهة الممولة بحيث يشمل كل قسط جزءاً من رأس المال بالإضافة إلى الفائدة المستحقة.

مثال

اقترض علاء مبلغ ١٠٠,٠٠٠ دولار أمريكي من أحد المصارف لشراء شقة على أن يسدد القرض على مدى ٢٥ سنة، بحيث يدفع للمصرف ٦٠٠ دولار شهرياً. وبذلك يكون مجموع الأقساط التي يدفعها علاء للمصرف ١٨٠,٠٠٠ دولار (٦٠٠ دولار × ١٢ شهراً × ٢٥ سنة)، بما فيها مبلغ الفائدة البالغ ٨٠ ألف دولار على رأس المال المقرض (وقدره مئة ألف دولار). يتم تقسيم القسط الشهري بين أصل القرض والفائدة بحيث تشكل الفوائد نسبة كبيرة من الأقساط المدفوعة في السنوات الأولى. وبمرور الوقت يتناقص حجم رأس المال تدريجياً، وفي نهاية عمر القرض تكون نسبة القسط المخصّصة لسداد أصل القرض مرتفعة بدرجة كبيرة عن نسبة الفائدة.

تتمثل الميزة الأساسية لنظام القروض العقارية ذات الأقساط المنتظمة مقارنة بأشكال القروض الأخرى في أن المقرض يضمن سداد القرض كاملاً في المدة المحددة طالما أنه يواظب على سداد الأقساط شهرياً. أما المخاطر الرئيسية المتعلقة بهذا النظام على المقرض فهي كالآتي:

- قد تزداد تكلفة خدمة القرض، لأنّ معظم هذه القروض تحسب الفوائد على أساس سعر الفائدة المتغير الذي تعرضه الجهة الممولة للقرض. وقد يزداد هذا السعر إذا ارتفعت أسعار الفائدة.
- يواجه المقرض مخاطر انتقال ملكية العقار منه إلى المصرف إذا عجز عن سداد الأقساط، مع العلم بأنّ القرض العقاري مضمون بالعقار محلّ العقد.

٣-٣ شروط الدفع

هناك أربع طرق رئيسية لدفع فوائد القروض العقارية:

- سعر الفائدة المتغير
- سعر الفائدة الثابت
- سعر الفائدة بسقف مُحدّد
- سعر الفائدة المخصوم.

• يدفع المقرض في هذا النوع من القروض العقارية عادةً فائدة تتغير مع تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق. • حالما يتم الدخول في عقد للحصول على قرض عقاري بسعر فائدة متغير، يستفيد المقرض من هبوط السعر واستقراره عند مستوى منخفض، بينما يتكبّد تكاليف إضافية إذا ارتفعت أسعار الفائدة. كما أنّ سعر الفائدة المفروض قد يتبع الحركة التي تطرأ على معدل الفائدة الأساسي الرسمي الذي يحدده البنك المركزي. ويُعرف هذا النوع من القروض باسم القرض العقاري الذي "يتعقّب سعر الفائدة الأساسي" [بالإنجليزية: "tracker" mortgage].	القروض العقارية ذات سعر الفائدة المتغير
• يكون سعر الفائدة المفروض على المقرض في هذه الحالة ثابتاً لمدة زمنية محددة، كالسنوات الثلاث أو الخمس الأولى من عمر القرض. • يتمتع المقرض بالحماية ضد ارتفاع أسعار الفائدة في هذه المدة، بحيث يستمرّ في دفع السعر الثابت الأدنى إذا ارتفعت الأسعار. أما إذا انخفضت واستقرت عند مستوى منخفض، فلا يمكنه إلغاء القرض ذي السعر الثابت إلا إذا دفع غرامة الاسترداد المبكر. وتُحسب هذه الغرامة بحيث تضمن الجهة الممولة للقرض التعويض عن جزء من خسارتها نتيجة إلغاء قرض التمويل ذي السعر الثابت. • من الشائع في هذه القروض أن تُلزم الجهة الممولة المقرض بالاستمرار معها ودفع الفائدة بالسعر المتغير القياسي الذي تفرضه لبضع سنوات بعد انتهاء المدة الأولية المتفق عليها التي يشار إليها عموماً باسم مدة "التجميد" أو "الحجز" [بالإنجليزية: "lock in" period].	القروض العقارية ذات سعر الفائدة الثابت
• يوفر التمويل العقاري بنظام الأسعار ذات السقف المحدد الحماية للمقرض من ارتفاع الأسعار فوق حدّ معين يدعى "سقف سعر الفائدة". • مثلاً: يمكن الحصول على قرض عقاري بسعر ٦٪ على أساس سعر الفائدة المتغير القياسي للجهة الممولة لكن بشرط عدم تجاوزه سقفاً محدداً عند ٧٪. فإذا هبطت الأسعار في السوق إلى ٥٪، يدفع المقرض الفائدة عند هذا السعر. أما إذا ارتفعت الأسعار إلى ٨٪، فلا يدفع أكثر من السقف المحدد، أي ٧٪ فقط في هذه الحالة.	القروض العقارية بسقف أعلى للسعر
• تسعى مؤسسات التمويل إلى جذب المقرضين بواسطة عرض تمويل عقاري بسعر مخصوم، حيث يتم تخفيض سعر الفائدة الذي يبلغ ٦٪ مثلاً إلى ٥٪ في السنوات الثلاث الأولى من عمر القرض. • من الممكن أن تجذب هذه القروض المقرضين الراغبين في نقل قروضهم العقارية إلى جهة ممولة جديدة، أي المقرضين الذين يبحثون دوماً عن أسعار أفضل لقروضهم العقارية. وقد تكون هذه القروض مفيدة أيضاً بالنسبة للمقرضين الذين يقترضون المال لشراء أول منزل يسكنونه، حيث يصبحون ملاك للمنزل حين يكون لديهم مستوى دخل منخفض نسبياً لكنه آخذ في الارتفاع تدريجياً.	القروض العقارية بالسعر المخصوم

٣-٤ التمويل الإسلامي

الهدف التعليمي

٣-٣-٩ معرفة تحريم الفائدة في سياق التمويل الإسلامي وأنواع عقود القروض العقارية

يُعرّف التمويل الإسلامي على أنه المنهج المستخدم لتحديد أنواع الاستثمارات المقبولة وسبل جمع رأس المال اللازم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

ومن أبرز عناصر التمويل الإسلامي أهمية المشاركة في المخاطر بوصفها جزءاً من جمع رأس المال وتجنب الربا والغرر (المخاطر أو عدم اليقين). فأخذ الفائدة أو الحصول عليها محرم شرعاً بوصفه عملاً ربوياً واستغلالياً. كما تُعدّ المنتجات المالية حيث تكون الشروط المتعلقة بعملية البيع غير معلومة أو غير مؤكدة مُحَرَّمَةً، بوجه عام، بموجب أحكام الشريعة الإسلامية. لذا، يجب أن تخلو العقود جميعها من عنصر الشك وعدم اليقين، ويجب أن تتمتع الأطراف المعنية بمعرفة كاملة حول شروط العملية. ويأتي في مقدّمتها وجوب الإفصاح عن هوية مالك البضائع.

يُعدّ غياب الفائدة في التمويل الإسلامي أحد العناصر الرئيسية التي تميّز المصارف الإسلامية عن المصارف التقليدية. لكنّ هناك فوارق مهمة أخرى أيضاً:

- يُعدّ التمويل الإسلامي تمويلاً مضموناً بالأصول، ما يعني أن المصرف الإسلامي لا يقوم بأي نشاط ما لم يتمّ شراء أحد الأصول للسماح بإجراء المعاملة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.
- لا يجوز أن يكون مصدر تمويل المصرف الإسلامي وأرباحه واستثماراته التجارية من/في النشاطات التجارية التي تُعدّ مُحَرَّمَةً بموجب الشريعة الإسلامية، كالشركات التي تتعامل بالفائدة أو المضاربة أو التبغ أو غيرها من السلع التي تخالف القيم الإسلامية.
- تتمحور الخدمات المصرفية الإسلامية حول توفير سبيل للمجتمع لإدارة شؤونه المالية على نحوٍ أخلاقي ومسؤول اجتماعياً. وبالتالي تشجّع المبادئ الإسلامية على التجارة وريادة الأعمال والمشاركة في المخاطر، حيث تمثل هذه المبادئ المالية التي يستند إليها التمويل الإسلامي والمنتجات التي تقدّمها المصارف الإسلامية.

أما في ما يتعلق بالقروض العقارية، بخلاف القروض العقارية التقليدية حيث يقترض المشتري المال من أحد المقرضين ثم يُعيد سداده مع الفوائد المستحقة عليه، تقدّم المصارف الإسلامية خططاً لشراء المنازل باستخدام هياكل تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية التي حدّدتها هيئة مستقلة منفصلة يُطلق عليها اسم "الهيئة الشرعية" (Shariah Supervisory Committee (SSC)). وتتألف الهيئة من مجموعة من علماء المسلمين والخبراء المتخصّصين في معرفة الشريعة الإسلامية وتطبيقاتها ضمن المؤسسات المالية الإسلامية المعاصرة.

يتوقّف نوع القرض العقاري الممنوح على الطريقة التي تختارها مؤسسة التمويل الإسلامي والمنافسة والمنتجات الأكثر قبولا لدى قاعدتها من العملاء.

ففي المملكة المتحدة مثلاً، تستند بدائل القروض العقارية المطابقة للشريعة الإسلامية على مبدئين من مبادئ التمويل الإسلامي: المشاركة في الملكية (المشاركة المتناقصة) والإجارة. أما في دبي، فتطرح المصارف الإسلامية مجموعة من الخيارات تتضمن الآتي:

المنتجات المالية الأخرى

- **المرابحة:** يقوم المصرف بشراء العقار ثم يبيعه للعميل بسعر أعلى. وعلى المشتري سداد المبلغ الأعلى في صورة أقساط، حيث يتم السداد في مدة تزيد عادةً على ١٥ سنة. وبما أن رأس المال هو الذي يُعاد سداًه فحسب، فلا توجد فوائد.
- **الإجارة:** يقوم المصرف بتأجير العقار مقابل سداد الإيجار على دفعات لمدة محددة. كما يتعهد المصرف بنقل ملكية العقار إلى المستأجر في نهاية مدة التمويل، في حال سداد الأقساط كلها.

مثال

قد تقوم خطة شراء المنزل في المملكة المتحدة على الملكية المشتركة وعقود الإجارة المُنسقة باستخدام مبدئين منفصلين من مبادئ التمويل الإسلامي:

- أن يشتري المصرف والعميل العقار بصورة مشتركة وفقاً لخطة شراء مدتها ٢٠ عاماً مثلاً. وفي هذه الحالة، تكون أمام العميل مهلة مدتها ٢٠ عاماً لشراء حصة المصرف من المنزل مقابل سعر الشراء الأولي ذاته. ويعتمد ذلك على مبدأ المشاركة في الملكية في التمويل الإسلامي.
- مع استكمال عملية الشراء المشتركة، يسكن العميل في العقار على الرغم من أن المصرف يمتلك جزءاً كبيراً منه. لذا يستمر المصرف في تأجير حصته من العقار مقابل دفعات شهرية حتى يصبح العميل المالك الوحيد للعقار. ويستند هذا إلى مبدأ الإجارة في التمويل الإسلامي.
- عند سداد الأقساط كلها اللازمة لتملك المنزل وتسوية عمليات التمويل، تنتقل ملكية العقار بالكامل للعميل، حيث يصبح منذ ذلك الوقت مالكاً لمنزله، من دون أن يكون قد سدد أي فوائد.

وبالطبع، تتجاوز أبعاد التمويل الإسلامي حدود القروض العقارية، وتُعدّ من بين المجالات الأسرع نمواً في الميدان المالي.

٤ - التأمين على الحياة

يوفر قطاع التأمين بوالص التأمين على الحياة والحماية وبيعها لتزويد الأفراد بنوع من الحماية المالية في حال وقوع حوادث معينة. وعلى الرغم من أن تفاصيل المنتجات قد تختلف من بلد لآخر، إلا أن المبادئ العامة للمنتجات التي ينبغي أن يبحث عنها الفرد (ومستشاره المالي) وخصائصها الرئيسية تميل إلى الاتساق والتجانس.

٤-١ المبادئ الأساسية للتأمين على الحياة

الهدف التعليمي

٩-٤-١ معرفة تعريف المبادئ الأساسية للتأمين على الحياة وأنواع بوالص التأمين على الحياة: التأمين لأجل والتأمين مدى الحياة

تُعدّ بوليصة التأمين على الحياة ببساطة بوليصة تأمين، بحيث يكون الحدث المؤمن ضده حدث الوفاة. وتتطوي هذه البوالص على دفع أقساط منتظمة مقابل غطاء التأمين على الحياة، وهو مبلغ مقطوع يستحق دفعه عند الوفاة.

وفي مقابل بوالص التأمين التي تدفع مبلغاً ثابتاً عند الوفاة، توجد بوالص تأمين قائمة على الاستثمار تدفع مبلغاً إجمالياً يُحتسب على أنه مبلغ مضمون بالإضافة إلى أي أرباح تحققها هذه الاستثمارات في المدة الزمنية الواقعة ما بين استخراج البوليصة ووفاء المؤمن على حياته. لذلك، فإنّ المبلغ الكلي المدفوع في هذه الحالة يتوقف على المبلغ المضمون وتاريخ الوفاة والأداء الاستثماري للصندوق.

وقبل التطرّق إلى أنواع بوالص التأمين، من المهم أن نفهم بعض المصطلحات الأساسية المتعلقة بها.

المصطلحات الأساسية	
صاحب البوليصة	الشخص الذي يتقدّم بطلب للدخول في عقد تأمين مع إحدى شركات التأمين على الحياة للتأمين على حياته أو على حياة شخص آخر له في حياته مصلحة قابلة للتأمين عليها (مصلحة تأمينية).
الحياة المؤمن عليها	الشخص الذي يرتبط العقد بحياته يُسمى "الحياة المؤمن عليها". على الرغم من أن الشخص الذي يمتلك البوليصة يكون الشخص المؤمن على حياته نفسه في معظم الأحيان، إلا أن هذا قد لا يحدث بالضرورة. وتُعرف بوليصة التأمين على حياة أحد الأشخاص التي يمتلكها شخص آخر باسم بوليصة "التأمين على حياة الآخر"، بينما تُعرف البوليصة التي يمتلكها المؤمن على حياته نفسه باسم بوليصة "التأمين على الذات".
بوليصة التأمين الفردية	بموجب بوليصة التأمين الفردية، يتم دفع مبلغ التأمين عند وفاة فرد واحد.
بوليصة التأمين المشتركة	عند الحاجة إلى التأمين على حياة شخصين معاً، يمكن عادةً ترتيب هذا الأمر بإحدى طريقتين: بوليصة تأمين مشتركة على الحياة أو بوليصتين فرديتين للتأمين على الحياة.
	يمكن إعداد بوليصة التأمين المشتركة على الحياة بحيث يتم دفع المستحقات بعد وفاة الشريك الأول أو وفاة الثاني (إذا تطلّب الأمر ذلك لسبب معيّن). ويتم ترتيب معظم البوالص في نهاية الأمر لحماية الأشخاص الذين يعيلهم الفرد مالياً، وذلك باستخدام مبلغ التأمين أو مستحقات التأمين عند حدوث الوفاة الأولى.
	في حال استخدام بوليصتين فرديتين منفصلتين للتأمين على الحياة، يتم التأمين على حياة كل شخص على حدة. وفي حال وفاة الشخصين المؤمن على حياتهما في الوقت ذاته، نتيجة حادث سيارة مثلاً، تستحق عندها مستحقات التأمين الكاملة الواردة في البوليصتين. أما في حال وفاة أحد الشخصين المؤمن عليهما، فسيتم دفع المستحقات بموجب تلك البوليصة، مع استمرار التأمين على حياة الشريك الذي ما زال على قيد الحياة.
المصلحة التأمينية	لشراء بوليصة تأمين على حياة شخص آخر، يجب أن تكون لصاحب البوليصة مصلحة في بقاء هذا الشخص على قيد الحياة أو أن يتوقّع تكبّد خسائر مالية جرّاء وفاته. وتُعرف هذه باسم "المصلحة التأمينية".

هناك نوعان من التأمين على الحياة نحتاج إلى دراستهما، هما التأمين مدى الحياة والتأمين لأجل (التأمين المؤقت)، حيث توفر بوليصة التأمين مدى الحياة تأميناً دائماً، ويعني هذا أن مبلغ التأمين سوف يُدفع في أي وقت تحدث فيه الوفاة، وذلك بخلاف بوليصة التأمين لأجل الصالحة لمدة زمنية محدّدة فقط، حيث لا يستحقّ مبلغ التأمين إلا إذا حدثت الوفاة في المدة التي تغطّيها البوليصة.

٤-٢ التأمين مدى الحياة

الهدف التعليمي

٩-٤-١ معرفة تعريف المبادئ الأساسية للتأمين على الحياة وأنواع بوالص التأمين على الحياة: التأمين لأجل والتأمين مدى الحياة

هناك ثلاثة أنواع من بوالص التأمين مدى الحياة:

- **بوالص التأمين من دون الاشتراك في الأرباح** التي تشمل مبلغ التأمين فقط.
- **بوالص التأمين مع الاشتراك في الأرباح**، ويحصل صاحب البوليصة على مبلغ التأمين المضمون بالإضافة إلى أي أرباح يتم تحقيقها في المدة الواقعة ما بين استخراج البوليصة وتاريخ الوفاة.
- **بوالص التأمين المرتبطة بوحدات الصناديق الاستثمارية** حيث يرتبط العائد مباشرة بالأداء الاستثماري للوحدات في صندوق شركة التأمين.

في بوالص التأمين من دون الاشتراك في الأرباح، يُحدّد مبلغ التأمين عند استخراج البوليصة. فقد يكون المبلغ مثلاً ٥٠٠ ألف دولار ويُسدّد عند الوفاة.

أما صناديق التأمين التي تقدم تأميناً على الحياة مع الاشتراك في الأرباح، فتُستخدم لتجميع مبلغ معين من المال للتقاعد أو لسداد أصل القرض العقاري أو للتأمين ضدّ حوادث معينة مثل الوفاة. ومن مزايا برامج التأمين مع الاشتراك في الأرباح أن الأرباح تُحتجز سنوياً في الصندوق. فإذا اشترى مستثمر أسهماً أو سندات بصورة مباشرة، أو بالاشتراك في صندوق جماعي، فقد تهبط قيمة الاستثمارات في وقت حاجة المستثمر إليها نتيجة الهبوط العام في أسواق المال. أما صناديق التأمين مع الاشتراك في الأرباح، فتتجنّب هذه المخاطرة عن طريق الاحتفاظ بجزء من عوائدها في الأوقات التي يحقق فيها الصندوق عوائد مرتفعة واستخدامها لتعزيز العوائد في حالات هبوط الأسواق، ما يؤدي إلى توفير عوائد مستقرة نوعاً ما. وهكذا يدفع برنامج التأمين النموذجي ما يأتي:

- **مبلغ التأمين أو المبلغ المضمون**، الذي يكون عادةً مبلغاً أقلّ بقليل من الأقساط المدفوعة طوال مدة العقد.
- **مكافآت سنوية** تعلن عنها شركة التأمين كل سنة، ومن الممكن أن تتباين قيمتها. فإذا كان أداء الاستثمارات التي يديرها الصندوق أفضل ممّا هو متوقع، يتم عادةً الاحتفاظ بجزء من الفائض المحقق في هذه السنوات الجيدة لتمكين شركة التأمين من منح مكافآت سنوية في السنوات التي تحقق فيها خسائر أو عوائد منخفضة. وبهذه الطريقة تحقق الشركة استقراراً في العائد على الرغم من حالات الهبوط والصعود التي تشهدها الأسواق.
- **مكافأة ختامية** تُمنح في نهاية مدة العقد ويمكن أن تكون المكافأة كبيرة تصل إلى ٢٠٪ مثلاً من مبلغ التأمين، إلا أن الشركة لا تعلن عن قيمة هذه المكافأة لحين انتهاء أجل البوليصة.

أما النوع الأخير من البوالص فهي **البوالص المرتبطة بأداء وحدات الصناديق الاستثمارية**، حيث تستخدم الأقساط الشهرية لشراء وحدات في صندوق استثمار، ثم تستخدم بعض الوحدات في شراء تأمين مؤقت بينما تبقى الوحدات الباقية مستثمرة في صندوق الاستثمار الذي يُدار بواسطة شركة التأمين. وفي حال استخدام هذه البوالص لتغطية سداد القرض العقاري، فإن شركة التأمين تجري مراجعة للبوالص كل خمس أو عشر سنوات مع إخطار المستثمر بأي قصور محتمل، وقد تقترح زيادة في الأقساط لتعزيز مبلغ التأمين على الحياة أو المبلغ المضمون.

ولا يقتصر الدافع وراء استخراج هذه البوالص في العادة على المبلغ المؤمن عليه فقط، بل غالباً ما تُشتري بوصفها جزءاً من خطة تأمين لتوفير مبلغ مقطوع في حالة الوفاة، أو لسداد أصل قرضٍ عقاري، أو لتوفير مصدر تمويل للمساعدة في دفع أي ضريبة قد تصبح مستحقة الدفع في حالة الوفاة. وهكذا فإن هذه البوالص تخدم غرضين اثنين: التأمين والاستثمار.

ولا يختلف شراء بوليصة التأمين على الحياة عن إبرام أي عقد آخر. فعندما يعبئ شخص ما استمارة الطلب ويرسلها إلى شركة التأمين، فإن هذا يشكل جزءاً من العملية الرسمية لإبرام عقد من العقود. وينطبق مبدأ حسن النية على عقود التأمين. وهذا يلزم الشخص الذي يسعى للحصول على التأمين بالإفصاح عن أي حقائق مهمة قد تؤثر في الطريقة التي تستخدمها شركة التأمين لتقدير مخاطر العقد الذي سبترمه. وإن الامتناع عن الكشف عن أي حقيقة مهمة قد تؤثر في العقد يمنح شركة التأمين الحق في عدم الدفع في حال مطالبتها بدفع مستحقات التأمين.

وثمة مجموعة كبيرة من الاختلافات بين بوالص التأمين على الحياة الأساسية، حيث أن عوامل مثل مخاطر الوفاة والاستثمار والنفقات وخيارات الأقساط، تؤثر جميعها في هيكل البوليصة نفسها.

٣-٤ التأمين المؤقت على الحياة (التأمين لأجل)

الهدف التعليمي

١-٤-٩ معرفة تعريف المبادئ الأساسية للتأمين على الحياة وأنواع بوالص التأمين على الحياة: التأمين لأجل والتأمين مدى الحياة

يُعدّ التأمين المؤقت من أنواع بوالص التأمين التي تنطوي على قيام شركة التأمين بدفع مبلغ مقطوع في حالة حدوث الوفاة في مدة زمنية محددة. (نظرياً، يُفترض استخدام مصطلح "life assurance" في اللغة الإنجليزية للإشارة إلى بوليصة التأمين مدى الحياة التي يستحق دفعها في حالة الوفاة، في الوقت الذي يجب استخدام مصطلح "life insurance" في سياق بوالص التأمين لأجل، التي لا يستحق دفعها إلا في حالة حدوث الوفاة في غضون مدة زمنية محددة).

يُستخدم التأمين لأجل لأغراض متنوعة، مثل ضمان توافر الأموال اللازمة لسداد القرض العقاري في حالة الوفاة أو لتوفير مبلغ مقطوع يمكن استخدامه لتوفير دخل منتظم للشريك الذي بقي على قيد الحياة أو لتوفير المال اللازم لدفع أي ضريبة قد تصبح مستحقة الدفع في حالة الوفاة.

وعند استخراج بوليصة التأمين على الحياة، يحدد الفرد المبلغ الذي يرغب بأن تدفعه الشركة في حالة وقوع حدث الوفاة، والمدة الزمنية التي يرغب في تغطيتها. فإذا توفي الشخص المؤمن على حياته أثناء هذه المدة، فستدفع الشركة مبلغاً مقطوعاً يعادل مبلغ التأمين على الحياة المتفق عليه عند استخراج البوليصة. وفي بعض بوالص التأمين، إذا تمّ تشخيص إصابة الفرد بمرض عضال من المتوقع أن يؤدي إلى الوفاة في غضون ١٢ شهراً من التشخيص، فإن الشركة تدفع المبلغ المقطوع المستحق على البوليصة عندها.

ويتوقف مقدار الأقساط المدفوعة بموجب بوليصة التأمين لأجل على العوامل الآتية:

- مبلغ التأمين
- والعمر والتاريخ الأسري للفرد

المنتجات المالية الأخرى

- وعوامل المخاطر الأخرى، بما في ذلك الحالة الصحية للفرد (ما إذا كان مُدخناً أو غير مُدخّن مثلاً)، ومهنته، وما إذا كان يشارك في ألعاب رياضية خطيرة، مثل الطيران الشراعي
- والمدة الزمنية التي يشملها التأمين.

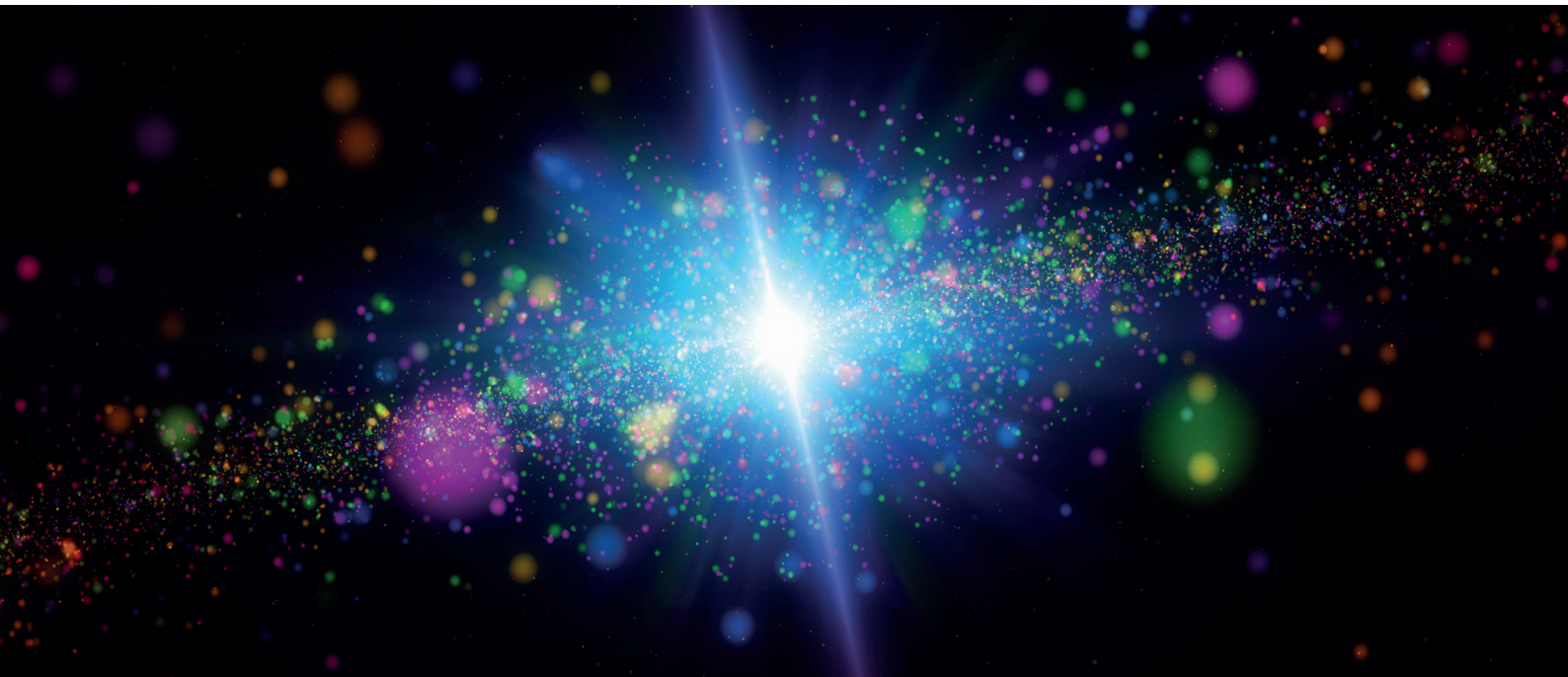
وعند اختيار مبلغ التأمين، يستطيع الفرد أن يختار بين ثلاثة أنواع من التأمين: التأمين الثابت أو المتزايد أو المتناقص.

• يُقصد بالتأمين الثابت، كما يوحي الاسم، أن المبلغ الذي يتعيّن دفعه في حال حدوث الوفاة لا يتغير طيلة المدة التي تسري فيها البوليصة. ونتيجة لذلك، يتم تحديد الأقساط منذ البداية، وتبقى ثابتة لا تتغير طيلة أجل البوليصة.	التأمين الثابت
• في هذه الحالة يتزايد مبلغ التأمين والقسط في كل سنة من استخراج البوليصة. ويُتّفق على مقدار الزيادة منذ البداية، ومن الممكن تحديدها عند نسبة تساوي نسبة التغير في مؤشر أسعار المستهلك، وذلك حتى تحتفظ بوليصة التأمين بقيمتها الحقيقية عند أخذ معدل التضخم في الاعتبار. كما يزداد مبلغ القسط المدفوع، علماً بأن معدل الزيادة يتحدّد عند الدخول في عقد البوليصة أيضاً.	التأمين المتزايد
• في هذا النوع من بوالص التأمين، كما يوحي الاسم، يتناقص مبلغ التأمين المتفق عليه الذي ستدفعه الشركة سنوياً. ويتم الاتفاق على مقدار النقص عند استخراج البوليصة. وفي حال استخدام البوليصة لسداد قرض عقاري ذات الأقساط المنتظمة، فإنّ مقدار التناقص هذا يتوقّف على الانخفاض المتوقع في مبلغ القرض الذي لم يستحق دفعه في حالة استخراج العميل قرضاً بأقساط منتظمة تشمل جزءاً من أصل القرض بالإضافة إلى الفوائد المستحقة. وعلى الرغم من أن مبلغ التأمين سيتناقص سنة بعد أخرى، إلا أن الأقساط المستحقة الدفع لا تتغير طوال مدة البوليصة.	التأمين المتناقص

أسئلة نهاية الفصل

- أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحة الأجوبة بالعودة إلى الفقرة ذي العلاقة:
١. ما الفرق بين نظام المزايا المحددة ونظام المساهمات المحددة في صناديق التقاعد؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-١
 ٢. متى يمكن للجهة المقرضة استعادة ملكية العقار الذي تم شراؤه بقرض؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-١-٢
 ٣. كيف يمكن مقارنة أسعار الفائدة على مختلف أنواع القروض أو الحسابات بسهولة؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٢
 ٤. تقدم الشركة (أ) قروضاً بفائدة سنوية نسبته ٦٪ تدفع كل سنة، بينما تقدم الشركة (ب) قروضاً بفائدة نسبته ٦٪ سنوياً تدفع كل ثلاثة أشهر. فأَيُّ قَرْضٍ يُعَدُّ الأعلى ثمناً بين الاثنين؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٢
 ٥. لديك شركة تقدم قروضاً بسعر فائدة سنوي ثابت قدره ٦٪ يسدد كل ربع سنة (أي كل ثلاثة أشهر). ما معدل الفائدة السنوي المئوي (APR) المفروض على القرض؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٢
 ٦. ما الاختلافات الرئيسية بين الطرق المختلفة لحساب الفوائد على القروض العقارية؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٣
 ٧. ما الاختلافات الرئيسية بين بوالص التأمين مع الاشتراك في الأرباح وبوالص التأمين بدون الاشتراك في الأرباح والبوالص المرتبطة بوحدات الصناديق الاستثمارية؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٤
 ٨. ما العوامل الرئيسية التي تؤثر في قيمة قسط بوليصة التأمين المؤقت؟
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٤
 ٩. ما الفروق الرئيسية بين التأمين مدى الحياة والتأمين المؤقت؟
مرجع الإجابة: الفقرتان ١-٤ و ٣-٤

مسرد المصطلحات



إصدار الأسهم المجانية (رسملة الأرباح) Bonus Issue

إصدار أسهم مجانية لصالح حملة الأسهم الحاليين من دون سداد أي مبالغ نقدية، ما يؤدي إلى خفض سعر السهم انخفاضاً يتناسب مع عدد الأسهم الجديدة. ويُعرف هذا الإصدار أيضاً باسم رسملة الأرباح.

خيار الشراء Call Option

عقد خيار يمنح مشتريه الحق في شراء أصل من الأصول بسعر مُتفق عليه مسبقاً.

ضريبة الأرباح الرأسمالية Capital Gains Tax CGT

ضريبة مستحقة على الأرباح التي يحققها الأفراد نتيجة بيع أصول معينة.

المصرف المركزي Central Bank

تتولى المصارف المركزية عادةً مسؤولية تحديد معدلات الفائدة القصيرة الأجل في بلد أو منطقة محددة، فتضع الضوابط على المعروض النقدي وتعمل بمثابة المصرفي وجهة الإقراض الأخيرة بالنسبة إلى النظام المصرفي بالإضافة إلى إدارة الدين العام.

السلع الأساسية Commodity

السلع مثل السكر والقمح والزيت والنحاس. تُتداول مُشتقات هذه السلع في البورصات، فمثلاً تُتداول عقود النفط المستقبلية في بورصة إنتركونتيننتال فيوتشرز (ICE Futures).

مؤشر أسعار المستهلك Consumer Price Index CPI

مؤشر يقيس حركة الأسعار التي تُعرض على المستهلك العادي.

السندات القابلة للتحويل Convertible Bond

سندات يمكن تحويلها إلى أسهم في الشركة المُستثمر فيها ذاتها إذا رغب المستثمر بذلك.

الإدارة النشطة Active management

إحدى طرق الاستثمار تُستخدَم عادةً لتحقيق عوائد على الاستثمار أعلى من مستوى العوائد السائدة في السوق.

الجمعية العمومية السنوية Annual General Meeting AGM

اجتماع سنوي لحملة الأسهم يُعقد في الأساس للتصويت على قرارات الشركة المتعلقة بتوزيعات أرباح الأسهم وتعيين أعضاء مجلس الإدارة واعتماد البيانات المالية. ويُشار إليه أيضاً باسم جمعية حملة الأسهم.

نظام الشركة الأساسي Articles of Association

المستند القانوني الذي يحدّد التنظيم الداخلي لشركة من الشركات، وتشمل بنوده التفاصيل المتعلقة بحقوق حملة الأسهم في التصويت وصلاحيات الاقتراض الخاصة بالشركة.

مدير الشركة المفوض Authorised Corporate Director ACD

مدير صندوق استثماري يدير صندوقاً مفتوحاً.

ميزان المدفوعات Balance of Payments

قائمة مالية تُلخّص كافة المعاملات التي تجري بين دولة ما وباقي دول العالم، وتُمثّل الفرق بين واردات دولة ما وصادراتها.

سعر الطلب Bid Price

يتم الإعلان عن أسعار السندات والأسهم على هيئة سعر الطلب وسعر العرض. سعر الطلب يمثّل السعر الأقل بين الاثنين والسعر الذي يتلقاه المستثمر في حالة البيع.

السندات Bonds

أوراق مالية تمثّل ديوناً تمنح حاملتها عادةً حق الحصول على فائدة سنوية مع سداد قيمة أصل السند عند حلول تاريخ الاستحقاق. وتصدر السندات عموماً عن كلّ من الشركات والحكومات.

Economic Cycle الدورة الاقتصادية

المسار الذي يتبعه الاقتصاد عادةً، حيث يتعرّض النمو الاقتصادي للتقلّبات مع مرور الوقت. ويشار إلى الدورة الاقتصادية بدورة الأعمال أيضاً.

Economic Growth النمو الاقتصادي

النمو في قيمة إجمالي الناتج المحلي (GDP) أو إجمالي الناتج القومي (GNP) معبراً عنه بالقيمة الحقيقية، ويُقاس عادةً على مدار سنة كاملة، ويُستخدم غالباً بوصفه مؤشراً على صحّة الاقتصاد وعافيته.

Equity حقوق المساهمين أو حقوق الملكية

اسم آخر يُطلق على الأسهم، حيث تمثّل الأسهم حصّة المستثمرين (حملة الأسهم) من أصول الشركة (أي الأصول ناقص الخصوم).

Eurobond السندات الخارجية (سندات اليوروبوند)

ورقة مالية تصدر دولياً وتستحق عليها فوائد.

Euronext بورصة يورونكست

شبكة من أسواق الأوراق المالية الأوروبية نتجت عن اندماج بورصات باريس وبروكسل وأمستردام ولشبونة وبعد ذلك مع بورصة نيويورك (NYSE)، وقد أصبحت اليوم جزءاً من مجموعة إنتركونتيننتال الدولية (ICE).

Exchange البورصة

سوق لتداول أدوات الاستثمار.

Exchange Rate سعر الصرف

السعر الذي تُصرّف على أساسه عملة مقابل أخرى.

Ex-dividend السهم بدون أرباحه

المدة حين لا يحقّ للمستثمر الذي يدخل في عملية شراء الأسهم أو السندات (التي سبق الإعلان عن توزيعات أرباحها أو فوائدها (قسائمها)) الحصول على تلك الأرباح أو الفوائد التي سيتم توزيعها.

Credit Creation عملية إنشاء الائتمان

التوسّع في القروض على نحوٍ يزيد من حجم المعروض النقدي.

Creditworthiness الجدارة الائتمانية

المكانة المالية للفرد أو الشركة أو الدولة، ومدى قابليّتهم للحصول على القروض المالية استناداً إلى درجة موثوقيتهم في إعادة دفع المستحقّات سابقاً.

Cum-dividend السهم المستحقّ لأرباحه

مصطلح يعني حرفياً "السهم مع أرباحه" ويشير إلى أنّ الشركة تنوي دفع توزيعات أرباح الأسهم في المستقبل القريب.

Dematerialised القيود الرقمية

نظام يُحتفظ بموجبه بالأوراق المالية بصورة قيود إلكترونية من دون شهادات ملكيّة.

Derivatives المشتقات المالية

عقود الخيارات والعقود المستقبلية وعقود المبادلة؛ حيث يُشتقّ سعرها من الأصل محل العقد.

Diversification تنويع الاستثمار

استراتيجية استثمارية تهدف إلى توزيع المخاطر بواسطة الاستثمار في مجموعة متنوعة من الاستثمارات.

Dividend توزيعات أرباح السهم

توزيعات أرباح الأسهم من قبل الشركة.

Dividend Yield عائد توزيعات أرباح السهم

أحدث توزيعات أرباح الأسهم، ممثّلةً بنسبة مئوية من سعر السهم الحالي.

Dual-Pricing نظام التسعير الثنائي (أو المزدوج)

نظام تسعير يحدّد فيه مدير صندوق الوحدات الاستثمارية المفتوح سعرين للتداول، أحدهما للبيع والآخر للشراء.

مدير الصندوق Fund Manager

شركة تستثمر الأموال لصالح عملائها.

العقد المستقبلي Future

اتفاق على شراء أصل ما أو بيعه في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يتفق عليه اليوم. ويختلف العقد المستقبلي عن العقد الآجل من حيث أنه عقد منمط بمواصفات محددة، وبالتالي يمكن تداوله في البورصة.

التأمين العام General Insurance Cover

مجموعة بوالص التأمين التي تتميز عن بوالص التأمين على الحياة، مثل تأمين السيارة والمنزل والسفر.

التحوط Hedging

شراء سلعة أو ورقة مالية أو أي أداة مالية أخرى أو بيعها بغرض مقابلة الأرباح أو التعويض عن الخسائر المتعلقة بورقة مالية أخرى.

التضخم Inflation

ارتفاع في المستوى العام للأسعار.

الاكتتاب العام الأولي Initial Public Offering IPO

إصدار جديد للأسهم سواء عن طريق: البيع المباشر أو طرحها للاكتتاب العام أو الخاص. ويُطلق عليه أيضاً اسم "الإصدار الجديد".

التداول بناءً على معلومات داخلية Insider Dealing/ Trading

مخالفة في القانون الجنائي يرتكبها أشخاص مطلعون على معلومات غير متوافرة للعلن ذات تأثير في الأسعار إما عن طريق التداول أو تقديم المشورة للآخرين للتداول أو تسريب هذه المعلومات إلى أفراد أو مستثمرين آخرين.

بورصة إنتركونتيننتال Intercontinental Exchange ICE

تتولى بورصة إنتركونتيننتال إدارة كل من الأسواق العالمية للعقود المستقبلية وأسواق التداول خارج الأسواق الرسمية (OTC) لمنتجات الطاقة والمنتجات الزراعية ومؤشرات

سعر الممارسة Exercise Price

السعر الذي يستطيع المستثمر بموجبه أن يمارس الحق الذي يمنحه له محرر الخيار بموجب عقد الخيار.

الهندسة المالية Financial Engineering

عبارة عن ممارسة استخدام تقنيات رياضية بهدف حل المشاكل المالية، على غرار إعداد منتجات وحلول جديدة في نطاق أدوات الدين والأسهم بغرض تلبية احتياجات التمويل والتحوط والتداول للعملاء.

السياسة المالية Fiscal Policy

توظيف سياسات الإنفاق وفرض الضرائب والاقتراض الحكومية إما لتعزيز الطلب المحلي في الاقتصاد أو لتقييده بغرض الحفاظ على مستوى عالٍ من العمالة واستقرار الأسعار.

السندات بسعر الفائدة العائم Floating Rate Notes FRNs

أدوات الديون التي تصدر بسعر فائدة (قسمة) يتغير تبعاً لسعر فائدة معياري.

الفوركس Forex

اختصار لمصطلح تداولات الصرف الأجنبي foreign exchange (FX) trading.

العقد الآجل Forward

عقد مشتق ينشئ التزاماً قانونياً ملزماً بين طرفين، حيث يلتزم أحدهما بشراء مقدار محدد مسبقاً من أصل ما ويلتزم الآخر ببيعه مقابل سعر محدد مسبقاً وفي تاريخ مستقبلي محدد مسبقاً أيضاً. وبما أن التفاوض على العقود الآجلة يجري على نحو فردي، فإنها لا تُتداول في بورصات المشتقات.

سعر الصرف الآجل Forward Exchange Rate

سعر لصرف العملات الأجنبية يتحدد اليوم بموجب عقد آجل ويتفق على تطبيقه على عملية الصرف الأجنبي بحلول تاريخ مستقبلي محدد مسبقاً.

صانع السوق Market Maker

شركة عضو في سوق الأوراق المالية تحدّد الأسعار وتتداول في الأسهم ضمن مدة التسعير الإلزامي.

الاستحقاق Maturity

تاريخ سداد رأس المال إلى حامل السند.

الاقتصاد المختلط Mixed Economy

نظام اقتصادي يجمع بين خصائص اقتصاد السوق وسياسات التدخل الحكومي.

السياسة النقدية Monetary Policy

عملية تحديد المصرف المركزي لأسعار الفائدة القصيرة الأجل بغرض إدارة الطلب المحلي وتحقيق استقرار الأسعار في النظام الاقتصادي.

منصات التداول المتعددة الأطراف Multilateral Trading Facilities MTFs

الأنظمة التي تجمع بين أطراف متعدّدة ترغب في بيع الأدوات المالية وشرائها، بما في ذلك الأسهم والسندات والمشتقات المالية.

بورصة ناسداك NASDAQ

أحد أسواق المال الأمريكية المتخصّص في شركات التكنولوجيا.

الدين الوطني National Debt

مجموع الديون المترتبة على الحكومة من القروض الناتجة عن تمويل حالات العجز المتتالية في الميزانية، لا سيما عبر إصدار الأوراق المالية المضمونة من الحكومة.

القيمة الاسمية Nominal Value

مبلغ السند الذي سيُدفع عند الاستحقاق، وتُعرف أيضاً بمصطلح القيمة الأصلية للسند.

الأسهم وعقود الصرف الأجنبي وعقود المشتقات. وتدير بورصة إنتركونتيننتال العقود المستقبلية لمنتجات الطاقة الخاصة بها عن طريق بورصة إنتركونتيننتال فيوتشرز يورو (ICE Futures Europe) التي يقع مقرها في لندن وتمتلك أيضاً بورصة لايف (LIFFE).

المصرف الاستثماري Investment Bank

شركة متخصصة في توفير التمويل للشركات سواء في صورة أسهم أو ديون.

شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير Investment Company with Variable Capital ICVC

مصطلح يُستخدم لوصف صناديق الاستثمار المفتوحة (OEIC).

صندوق الاستثمار المغلق Investment Trust

هو شركة (وليس صندوقاً كما يوحي اسمه) تستثمر في مجموعة متنوّعة من الاستثمارات.

السيولة Liquidity

سهولة تداول الأوراق المالية (بيعها وشرائها) في السوق، ويشار إلى الأسواق الشديدة السيولة بأنها "عميقة".

سندات القروض Loan stock

سند تجاري يصدر في سوق السندات المحلي من دون أي ضمان.

سوق لندن للأوراق المالية London Stock Exchange LSE

السوق الرئيسية للأوراق المالية في بريطانيا.

القيمة السوقية (الرسملة) Market Capitalisation

إجمالي القيمة السوقية لأسهم شركة ما.

Management

إحدى طرق الاستثمار تُستخدَم في أسواق الأوراق المالية التي يُعتَقَد بأنها تتمتع بالكفاءة من حيث السعر.

الأسهم الممتازة (أُسهم الأفضلية) Preference Share

أُسهم تستحق عليها توزيعات أرباح ثابتة، ولا تمنح حملتها حقوق التصويت، لكنها تعطيهم أولويةً في تحصيل حقوقهم قبل حملة الأسهم العادية في حال تعرُّت الشركة مالياً أو إفلاسها.

العلاوة (ثمن الخيار) Premium

مبلغ نقدي يدفعه حامل عقد الخيار إلى محرر الخيار لقاء الحقّ الممنوح له.

السوق الأولية Primary Market

وظيفة أسواق الأوراق المالية في توفير الأوراق المالية في السوق وجمع التَّمويل.

خيار البيع Put Option

عقد خيار يمنح للمشتري الحقّ في بيع أصلٍ ما.

السوق المحكومة بالتسعير Quote-Driven

نظام للتداول تستخدمه شركات الأوراق المالية التي تحدّد أسعار البيع والشراء وتعلن عنها.

صناديق الاستثمار العقارية المتداولة (صناديق الريتس)

Real Estate Investment Trust REIT

صندوق استثمار متخصص بالاستثمار في العقارات التجارية.

الاسترداد Redemption

سداد قيمة الأصل لحامل الورقة المالية القابلة للاستدعاء (أي التي لها تاريخ استحقاق محدد).

سعر العرض Offer Price

يتم الإعلان عن أسعار السندات والأسهم على هيئة سعر الطلب وسعر العرض. وسعر العرض يمثل السعر الأعلى بين الاثنين والسعر الذي يدفعه المستثمر عند الشراء.

الاقتصاد المفتوح Open Economy

الدولة التي لا تفرض قيوداً على التبادل التجاري مع البلدان الأخرى.

صناديق الاستثمار المفتوحة Open-Ended

Investment Company OEIC

أداة استثمار جماعية على غرار صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة. وتوصف أحياناً بأنها شركات استثمار ذات رأس المال المتغير (ICVC).

المزاد العلني Open Outcry

نظام للتداول يُستخدم من قبل بعض بورصات المشتقات المالية، حيث يقف المشاركون في المزاد على أرضية البورصة وينادون علناً على المعاملات المالية التي يرغبون في إبرامها.

الدخول في المعاملة Opening

الشروع بمعاملة تجعل المستثمر في مركز بيع أو شراء على المكشوف.

عقد الخيار Option

أحد عقود المشتقات الذي يُخوّل المشتري الحقّ- وليس الالتزام- في بيع أحد الأصول أو شرائه.

السوق المحكومة بالعرض والطلب Order-Driven

سوق تتم فيه المطابقة بين الباعة والمشتريين وفق ترتيب زمني صارم بحسب السعر وكمية الأسهم التي يتم تداولها، ولا تحتاج إلى صنّاع السوق.

الإدارة غير النشطة للمحافظ الاستثمارية Passive

مشروع القرار الخاص Special Resolution

اقترح يُعرض على حملة الأسهم ويتطلب موافقة ٧٥٪ من الأصوات لاعتماده.

الفارق Spread

الفرق بين سعر الشراء (العرض) وسعر البيع (الطلب)

عقد المبادلة Swap

مشتق مالي يُداول خارج الأسواق الرسمية (OTC) يتبادل بموجبه طرفان سلسلة من الدفعات الدورية بناء على القيمة الاسمية للأصل محل العقد في مدة زمنية مُتفق عليها. وقد تكون عقود المبادلة عقوداً لمبادلة معدلات الفائدة والعملات والأسهم.

الاستحواذ Takeover

يحصل الاستحواذ عندما تشتري شركة أكثر من ٥٠٪ من أسهم شركة أخرى.

منطقة زمنية Time Zone

هي منطقة أو مجموعة دول يُطبق فيها توقيت واحد للأغراض المحلية ولأغراض العمل على حدّ سواء.

صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة Unit Trust

نظام يتم فيه تجميع المال من المستثمرين واستثمار الأموال المجمعة معاً لصالحهم في صندوق مفتوح.

محرر عقد الخيار Writer

الطرف البائع لعقد الخيار. ويتقاضى باعة عقود الخيار علاوة (ثمن الخيار) لقاء تحمّلهم للمخاطر الناشئة عن ممارسة العقد.

العائد Yield

الدخل الناشئ عن استثمار معين، ممثلاً بنسبة مئوية من السعر الحالي.

مشروع القرار Resolution

مقترح يُطرح للتصويت عليه من قبل حملة الأسهم في الشركة.

مصارف الأفراد Retail Bank

مؤسسة مالية تقدّم التسهيلات المصرفية للأفراد والشركات الصغيرة أو المتوسطة الحجم.

إصدار حقوق الأولوية Rights Issue

إصدار أسهم عادية جديدة وعرضها على حملة الأسهم الحاليين بما يتناسب مع ملكيتهم من أسهم الشركة، وبسعر يكون عادةً أدنى بكثير من سعر الأسهم السائد في السوق.

السوق الثانوية Secondary Market

السوق حيث يجري تداول الأوراق المالية التي صدرت في السابق.

الأوراق المالية Securities

الأسهم والسندات.

الأسهم Shares

تمثّل الأسهم رأس مال الشركة الذي يملكه المساهمون. لذا، يشار إليها أحياناً بمصطلح حقوق الملكية أو حصص في الشركة. وتشمل الأسهم العادية والأسهم الممتازة (أو أسهم الأفضلية). كما يُشار إليها في الولايات المتحدة الأمريكية باسم (stocks) بدلاً من (shares).

رأس مال الشركة المساهم به Share Capital

القيمة الاسمية لحصص المستثمرين في الشركة أو أسهمها العادية. ورأس المال السهمي المُرخّص له يُمثّل القيمة الاسمية للأسهم التي يمكن أن تُصدّرها الشركة، بينما يُمثّل رأس المال السهمي المُصدّر عدد الأسهم التي سبق وأصدرتها الشركة. وغالباً ما يمتدّ مفهوم رأس المال السهمي ليشمل أسهم الأفضلية (الممتازة) في الشركة.

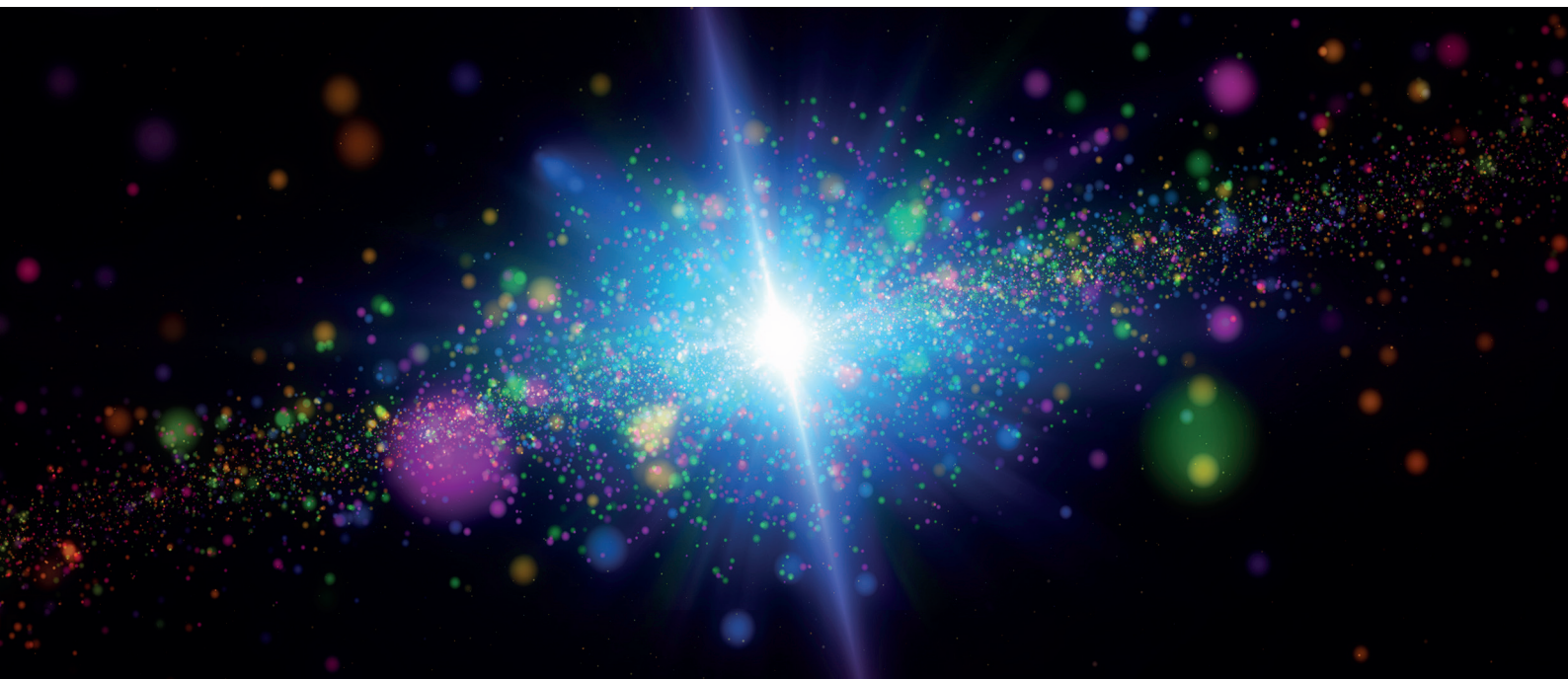
منحنى العائد Yield Curve

التمثيل البياني للعلاقة بين عوائد السندات من الفئة ذاتها وأجال استحقاقها.

السندات الصفرية (بدون فوائد أو قسائم) Zero Coupon Bonds

سندات تصدر بخصم على قيمتها الاسمية ولا تدفع عليها فوائد، غير أنها تُسترد بقيمتها الاسمية في تاريخٍ مستقبلي يُحدّد مسبقاً.

أسئلة متعدّدة الخيارات



أسئلة متعددة الخيارات

وُضعت الأسئلة الإضافية الآتية لأغراض التعلم والمراجعة. في حين أنها تستند إلى المنهج الدراسي، ليست بالضرورة أسئلة الاختبار الفعلية نفسها. وقد أدرجت لاختبار معرفة المتقدم للامتحان وفهمه الأقسام ذات الصلة من الكتاب الدراسي.

يُرجى اختيار إجابة واحدة عن كل سؤال، ثم التأكد من صحتها في نهاية هذا الفصل:

١. من أدوات السياسة النقدية التي يستخدمها المصرف المركزي لإدارة الاقتصاد:

أ. تعديل معدلات الضرائب

ب. تقليل مستوى الإنفاق على الرعاية الاجتماعية

ج. زيادة الإنفاق الحكومي

د. تغيير معدلات الفائدة

٢. ما الجهة التي تتولى مسؤولية الاحتفاظ بالأصول في مكان آمن بوصفها أحد أنشطتها الرئيسية؟

أ. أمين الحفظ

ب. المصرف الدولي

ج. المصرف الاستثماري

د. المصرف ذات الخدمات للأفراد

٣. ما الأثر المتوقع لارتفاع مستويات الإنفاق الحكومي؟

أ. انخفاض عدد السندات الحكومية الصادرة

ب. انخفاض مستويات التضخم

ج. نقص في إجمالي الدين الحكومي المستحق

د. ارتفاع مستويات التضخم

٤. اختر العبارة الصحيحة في سياق الحديث عن خيارات البيع والشراء:

أ. لمشتري خيار الشراء حق بيع أحد الأصول

ب. لمشتري خيار البيع حق بيع أحد الأصول أو شرائه

ج. لبائع خيار الشراء حق بيع أحد الأصول

د. لمشتري خيار الشراء حق شراء أحد الأصول

٥. بموجب أي نوع من معاملات الصرف الأجنبي (الفوركس) يمكن للمستثمر أن يضمن استخدام سعر الصرف المعمول به اليوم، ولكن دون تبادل العملات حتى يتم الاتفاق بين الطرفين في وقت لاحق؟
- أ. العقد الآجل
 - ب. العقد المستقبلي
 - ج. العقد الفوري
 - د. عقد المبادلة
٦. أي مما يلي يتداول عادةً في أسواق النقد؟
- أ. أدون الخزنة
 - ب. سندات الخزنة الطويلة الأجل
 - ج. سندات الخزنة المتوسطة الأجل
 - د. سندات الخزنة الطويلة الأجل جداً
٧. إذا كان متوقعاً حصول انخفاض في أسعار الفائدة، فأي من شروط أقساط القروض العقارية الآتية ستكون الأقل جاذبية للمستثمرين؟
- أ. القرض العقاري بسقف أعلى للسعر
 - ب. القرض العقاري بالسعر المخصص
 - ج. القرض العقاري بالسعر الثابت
 - د. القرض العقاري بالسعر المتغير
٨. في حالة تصفية شركة ما، من هي المجموعة التي تأتي في المرتبة الأخيرة في لائحة أولويات السداد عادةً؟
- أ. الدائنون
 - ب. حملة السندات
 - ج. حملة الأسهم العادية
 - د. حملة الأسهم الممتازة (أسهم الأفضلية)
٩. من وظائف المصرف المركزي عادةً:
- أ. العمل بمثابة مؤسسة مصرفية بالنسبة للمصارف
 - ب. الإقراض للشركات التجارية
 - ج. تحديد المعدلات الضريبية
 - د. تشغيل أسواق الأوراق المالية

أسئلة متعددة الخيارات

١٠. اختر العبارة الصحيحة في ما يتعلّق بالسندات التجارية:
- أ. تتطوي على مخاطر السوق ومخاطر التخلف عن السداد
 - ب. تتطوي على مخاطر السوق لكن ليس مخاطر التخلف عن السداد
 - ج. تتطوي على مخاطر التخلف عن السداد لكن ليس مخاطر السوق
 - د. لا تتطوي على مخاطر السوق ولا على مخاطر التخلف عن السداد
١١. من الطرف الذي يأمل عادةً في أن ينخفض سعر أصل من الأصول؟
- أ. حامل خيار الشراء
 - ب. المستثمر الذي يشتري عقد مستقبلي على المكشوف
 - ج. محرر خيار البيع
 - د. المستثمر الذي يبيع عقد مستقبلي على المكشوف
١٢. أي من فئات الأوراق المالية الحكومية الأمريكية الآتية تُعدّ أداة مالية صِفرية؟
- أ. سندات الخزنة المتوسطة الأجل
 - ب. سندات الخزنة الطويلة الأجل
 - ج. سندات الخزنة المحميّة من التضخم
 - د. أذون الخزنة
١٣. ما المصطلح الذي يُستخدم للإشارة إلى سلوك أحد المتداولين في البورصة الذي يتعمّد نشر معلومات مُضلّلة مفادها أنّ الطلب على سهم معيّن أكبر ممّا هو عليه في حقيقة الأمر؟
- أ. استباق التداول قبل الآخرين
 - ب. التداول المكثّف في السهم
 - ج. غسل الأموال
 - د. التلاعب بالسوق
١٤. إذا أعلنت إحدى شركات البطاقات الائتمانية عن سعر فائدة بنسبة ٢٠٪ سنوياً، تُدفع على أساس نصف سنوي (أي مرّة كلّ ستّة أشهر)، فما مُعدّل الفائدة السنوي الفعلي؟
- أ. ٢٠٪
 - ب. ٢١٪
 - ج. ٢٢٪
 - د. ٢٣٪

١٥. البوليصة التي لا يُسدّد مبلغ التأمين بموجبها إلا في حالة حدوث الوفاة أثناء مدة سريانها تسمّى:

- أ. بوليصة التأمين الوقفي
- ب. بوليصة التأمين المؤقت (التأمين لأجل)
- ج. بوليصة التأمين على الدخل
- د. بوليصة التأمين مدى الحياة

١٦. مؤشر إس إس إي (SSE) المُركّب يمثّل أسواق الأسهم في:

- أ. كوريا
- ب. اليابان
- ج. الصين
- د. الهند

١٧. ما الورقة الماليّة الصادرة عن الشركات وتُعدّ المقابل لأذون الخزّانة؟

- أ. السندات الدولية
- ب. الورقة التجارية
- ج. المنتج المالي المُهيكل
- د. شهادة الإيداع

١٨. كيف تُشترى وحدات صناديق الاستثمار المغلقة عادة؟

- أ. بواسطة تقديم طلب إلى مركز الإيداع والحفظ المركزيّ للأوراق الماليّة
- ب. مباشرة من مدير الصندوق
- ج. بواسطة مدير شركة مُفوّض
- د. في البورصة

١٩. أيّ من الأسواق العالميّة للأوراق الماليّة ما تزال تعملُ على أساس النظام المحكوم بالتسعير؟

- أ. سوق لندن للأوراق الماليّة (LSE)
- ب. بورصة يورونكست (Euronext)
- ج. بورصة ناسداك (NASDAQ)
- د. بورصة نيويورك (NYSE)

أسئلة متعددة الخيارات

٢٠. إذا عقدت إحدى شركات الطيران اتفاقاً عن طريق أداة مالية متداولة في البورصة مع شركة نفط لشراء كمية محددة من الوقود بسعر محدد بعد ثلاثة أشهر من تاريخ إبرام العقد، ماذا تُسمى هذه الاتفاقية عادةً؟

- أ. عقد خيار
- ب. عقد مستقبلي
- ج. عقد مبادلة
- د. عقد ضمان

٢١. يمتلك مستثمر سندات حكومية قيمتها الاسمية ١,٠٠٠ جنيه استرليني بسعر فائدة نسبته ٧٪، وتداول عند ٩٧ جنيهاً استرلينياً. ما مقدار دفعة الفائدة الإجمالية القادمة التي يمكن أن يتوقع المستثمر استلامها عادةً؟

- أ. ٢٨ جنيهاً استرلينياً
- ب. ٣٣,٩٥ جنيهاً استرلينياً
- ج. ٣٥ جنيهاً استرلينياً
- د. ٣٦,٠٥ جنيهاً استرلينياً

٢٢. أيُّ الأدوات المالية الآتية تشملها عادةً قواعد تداول الشخص المطلع على المعلومات الداخلية للشركة؟

- أ. عقود الخيار على المنتجات الزراعية
- ب. العقود المستقبلية على منتجات الطاقة
- ج. أسهم شركات التكنولوجيا
- د. أسهم صناديق الاستثمار المفتوحة

٢٣. تُصنّف الأوراق المالية المحمية من التضخم (TIPS) بين أيّ من فئات السندات الحكومية الآتية؟

- أ. السندات التقليدية
- ب. السندات المفصولة (STRIP)
- ج. السندات المرتبطة بالمؤشرات
- د. السندات ذات الأجل الطويل جداً

٢٤. تمتلك سندات خزانة بقيمة اسمية إجمالية تعادل ١٠,٠٠٠ جنيه استرليني وبسعر فائدة (قسمة) نسبته ٥٪ تُستردّ في العام ٢٠٢٠، وتُسعر حالياً عند ١١٢ جنيهاً للسند الواحد وتُدفع عليها فائدة قدرها ٢٥٠ جنيهاً كل نصف سنة. احسب عائِد السند الثابت.

أ. ٤,٤٤٪

ب. ٤,٤٦٪

ج. ٤,٤٨٪

د. ٤,٥٠٪

٢٥. أيّ مما يأتي يُعدّ على الأرجح مثالاً على مشتق مالي يُداول خارج الأسواق الرسمية؟

أ. عقد الضمان المضمون

ب. العقد المستقبلي

ج. عقد الخيار

د. عقد المبادلة

٢٦. يهدف صندوق استثماري إلى محاكاة أداء أحد المؤشرات، فما استراتيجية الاستثمار التي يستخدمها مدير الصندوق؟

أ. استراتيجية الاستثمار بعكس الاتجاه السائد

ب. استراتيجية الاستثمار في الأسهم ذات فرص النمو الجيدة

ج. استراتيجية الإدارة السلبية

د. استراتيجية الاستثمار في نوع مُحدّد من الأوراق المالية

٢٧. أيّ الخيارات الآتية يُعدّ مثالاً على أداة مالية تصدر بخصم على قيمتها الاسمية؟

أ. الورقة التجارية

ب. العقار التجاري

ج. الحساب في سوق النقد

د. الصندوق في سوق النقد

٢٨. تُعدّ صناديق إف سي بي (FCPS) بمثابة نوعٍ من أنواع:

أ. برامج الاستثمار الجماعي

ب. أدوات سوق النقد

ج. منتجات السلع الزراعية المتداولة

د. بوالص التأمين على الحياة

أسئلة متعددة الخيارات

٢٩. أيُّ ممَّا يأتي يُعدُّ أفضل مثال على قرارات الشركة الإلزامية مع خيارات؟

- أ. إصدار الأسهم المجانية
- ب. طلب الاستحواذ على الشركة
- ج. دفع توزيعات أرباح الأسهم
- د. إصدار حقوق الأولوية

٣٠. أيُّ المنتجات الآتية يتعقَّب غالباً أداء مُؤشِّر ما؟

- أ. صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة
- ب. صناديق الاستثمار المغلقة
- ج. صناديق سيكاف
- د. صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة

٣١. ما الهيكل الذي تستخدمه شركات الاستثمار في صناديق الملكية الخاصة غالباً؟

- أ. صندوق استثمار مفتوح
- ب. صندوق استثمار مغلق
- ج. شراكة محدودة
- د. صندوق ائتماني

٣٢. ما الاسم الذي يُطلق عادةً على اليوم الذي يُتوقَّع فيه انخفاض سعر السهم بواقع يُعادل توزيعات أرباحه؟

- أ. تاريخ القيد
- ب. تاريخ تجريد السهم من أرباحه (Ex-dividend day)
- ج. تاريخ دفع توزيعات أرباح الأسهم
- د. تاريخ إعلان توزيعات أرباح الأسهم

٣٣. لدى شركة ٢٠ مليوناً من الأسهم العادية الصادرة سابقاً بقيمة اسمية تبلغ ٥٠ بنساً للسهم الواحد، وقد بلغ سعر السهم عند الإصدار ٢ جنيه استرليني لكنه يُتداول في السوق حالياً بسعر ٤ جنيه. وتعتزم الشركة رسملة الأرباح بمعدل ١:٢. ما المبلغ النقدي الذي ستجمعه الشركة نتيجةً لهذا الإصدار؟

- أ. صفر
- ب. ١٠ ملايين جنيه استرليني
- ج. ٢٠ مليون جنيه استرليني
- د. ٤٠ مليون جنيه استرليني

٣٤. ما الهيئة التجارية التي يرتبط بها تداول المشتقات خارج الأسواق الرسمية؟

- أ. جمعية أسواق المال الدولية (ICMA)
- ب. الجمعية الدولية لصفقات المبادلة والمشتقات (ISDA)
- ج. جمعية الاتصالات المالية العالمية بين البنوك (SWIFT)
- د. رابطة تراكس (TRAX)

٣٥. أي من الأنشطة الآتية يمكن ربطه بمنصات التداول المتعددة الأطراف (MTF)؟

- أ. اتفاق لتداول عقود المشتقات الآجلة
- ب. المضاربة بالعملات
- ج. تأمين مشاركة المخاطر
- د. تداول الأسهم والسندات

٣٦. ما نوع المعاملة التي يجب على الشركة إجرائها في حالة قيام مساهم حالي بشراء أسهم جديدة في شركة، وعليه زيادة إجمالي الأسهم المصدرة؟

- أ. إصدار أسهم مجانية
- ب. إصدار الرسطة
- ج. إصدار حقوق الأولوية
- د. تجزئة الأسهم

٣٧. من المالك القانوني للأصول في صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة؟

- أ. مدير الشركة المفوض
- ب. الجهة المودع لديها
- ج. مدير الصندوق
- د. أمين الصندوق

٣٨. اختر العبارة "الخاطئة" في ما يتعلق بالاختلافات بين أدوات سوق المال وأدوات سوق النقد:

- أ. يجري تداول أدوات سوق المال وتسويتها في البورصة، ولا ينطبق ذلك على أدوات سوق النقد
- ب. يحتفظ المستثمرون عادةً بأدوات سوق النقد لمدة زمنية أقصر بالمقارنة مع أدوات سوق المال
- ج. تُعد أدوات سوق النقد كلها أدوات لحاملها، بينما تصدر أدوات سوق المال عادةً بدون شهادات وتسجل في السجلات
- د. يكون الحد الأدنى للاشتراك في أسواق النقد مرتفعاً نسبياً، ما يجعلها غير ملائمة للاستثمار المباشر من قبل المستثمرين الأفراد

أسئلة متعددة الخيارات

٣٩. حين يُطرح اقتراحٌ أثناء الجمعية العمومية بتعديل النظم الأساسي للشركة، ما هو الحد الأدنى من الأصوات المطلوبة لتنفيذ ذلك الاقتراح؟

- أ. ٥١٪
- ب. ٦٧٪
- ج. ٧٥٪
- د. ٩٠٪

٤٠. يبرز الفرق الرئيسي بين السوق الأولي والسوق الثانوي في أن:

- أ. السوق الأولي مخصص للأسهم والسوق الثانوي للسندات
- ب. يشمل السوق الأولي الأنشطة المحمية والخاضعة للوائح التنظيمية، بينما يغطي السوق الثانوي الأنشطة غير المحمية وغير الخاضعة لهذه اللوائح
- ج. يمثل السوق الأولي المكان حيث تُطرح الأسهم الجديدة وتُداول للمرة الأولى، بينما تُداول الأسهم الموجودة أصلاً في السوق الثانوي بعد ذلك
- د. يشمل السوق الأولي التداولات المحلية بينما يشمل السوق الثانوي التداولات الدولية

٤١. يُتداول حالياً سندٌ بسعر فائدة (قسمة) نسبته ٥٪ يُسترد في العام ٢٠٢٥، بسعر ٨٠ دولاراً أمريكياً من القيمة الاسمية البالغة ١٠٠ دولار. ما أثر ارتفاع السعر بمقدار ٥ جنيه استرليني على عائد السند الثابت؟

- أ. سيرتفع من ٥,٨٨٪ إلى ٦,٢٥٪
- ب. سيرتفع من ٦,٢٥٪ إلى ٦,٧٥٪
- ج. سينخفض من ٦,٢٥٪ إلى ٥,٨٨٪
- د. سينخفض من ٦,٧٥٪ إلى ٦,٢٥٪

٤٢. ما المصطلح المُستخدَم لوصف حالة المستثمر الذي قد تعهّد بشراء - ويمتلك حالياً - عقداً مُستقبلياً يستحق بعد أسبوعين؟

- أ. خيار شراء
- ب. خيار بيع
- ج. الشراء على المكشوف
- د. البيع على المكشوف

٤٣. يقوم أحد مرتكبي غسل الأموال بنقل الأموال بصورة نشطة من مُنتج مالي إلى آخر. في أيّ مرحلةٍ من مراحل غسل الأموال يحدث هذا عادةً؟

- أ. الاستثمار
- ب. الدمج
- ج. التمويل
- د. الإيداع

٤٤. يرتبط ٧٠٪ من أصول أحد صناديق الاستثمار بمؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ (S&P 500) بينما تُدار النسبة الباقية باستراتيجية الإدارة النشطة. ما المصطلح الذي يصف الاستراتيجية التي يستخدمها المدير في هذه الحالة؟

- أ. استراتيجية الاستثمار المضبوطة في الأسهم ذات فرص النمو الجيدة
- ب. الاستثمار بالاتجاه السائد
- ج. استراتيجية المركز-التوايع
- د. استراتيجية الاستثمار التفاضلية

٤٥. أي مما يلي يشكل أداة استثمارية تستخدم غالباً الرفع المالي أو التعزيز بالاقتراض إلى حدٍ كبير؟

- أ. صناديق التحوُّط
- ب. صناديق الاستثمار العقاري المتداولة
- ج. صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة
- د. شركات الاستثمار المفتوحة

٤٦. أودع أحد المستثمرين الأفراد مبلغاً قدره ١٠,٠٠٠ دولار بسعر فائدة صافي قدره ٢,٥٪. احسب سعر الفائدة الإجمالي على افتراض حدوث اقتطاع ضريبي بنسبة ٢٠٪ عند المصدر؟

- أ. ٦٢,٥٠ دولاراً
- ب. ٢٠٠,٠٠ دولار
- ج. ٢٥٠,٠٠ دولاراً
- د. ٣١٢,٥٠ دولاراً

٤٧. ما التأثير المحتمل للتضخم؟

- أ. يعاني المقترضون عادةً من تداعيات التضخم
- ب. تنخفض قيمة الضريبة على الدخل الذي يزداد بمعدل يواكب التضخم
- ج. يحصل المقرضون على مبالغ مالية أعلى بالقيمة الحقيقية عند سداد الديون
- د. يعاني أصحاب الدخل المحدود عادةً من تداعيات التضخم

٤٨. إذا استخدم عميل عقد "إجارة" لاقتراض النقود من مصرف إسلامي من أجل شراء عقار، ما حصة المصرف من العقار عند إبرام العقد؟

- أ. صفر
- ب. مقدار متغير يتراوح بين ١٠٪ إلى ٢٥٪
- ج. ٥٠٪
- د. ١٠٠٪

أسئلة متعددة الخيارات

٤٩. أي بوليصة من بوالص التأمين على الحياة الآتية تتمتع بخاصية استثمارية مهمة؟

- أ. بوليصة التأمين المؤقت الثابت
- ب. بوليصة التأمين المؤقت المتزايد
- ج. بوليصة التأمين العائلي التي توفر للمستفيدين دخلاً منتظماً
- د. بوليصة التأمين مدى الحياة

٥٠. اختر العبارة التي تصف مفهوم "التحوُّط" على أكمل وجه:

- أ. ضمان تسوية عمليات التداول جميعاً على أساس التسليم مقابل الدفع
- ب. تنويع الاستثمارات في المحفظة الاستثمارية عبر الاستثمار في مجموعة واسعة من القطاعات و/أو الدول
- ج. شراء أو بيع سلعة أساسية أو ورقة مالية أو أي أداة مالية أخرى بغرض مقابلة الربح أو تعويض الخسارة الناتجين عن الاستثمار في ورقة مالية أخرى
- د. استخدام نظام التسوية عن طريق الأطراف النظيرة المركزية (central counterparty) للتخفيف من حدة مخاطر الائتمان

إجابات الأسئلة

- ١ د المرجع: الفصل ٢، الفقرة ٣
- تتطوي السياسة المالية (Fiscal Policy) على إجراء تعديلات باستخدام الإنفاق الحكومي ونظام الضرائب، بينما تتطوي السياسة النقدية (Monetary Policy) على إجراء تعديلات على أسعار (معدلات) الفائدة والمعرض النقدي.
- ٢ أ المرجع: الفصل ١، الفقرة ٢-٤
- يبرز الدور الرئيسي لأمين الحفظ (Custodian) في حفظ الأصول في مكان آمن.
- ٣ د المرجع: الفصل ٢، الفقرة ٢-٤
- قد يؤدي الإفراط في الإنفاق الحكومي إلى ارتفاع مستوى التضخم.
- ٤ د المرجع: الفصل ٦، الفقرة ٣-٣
- المقصود بخيار الشراء أن يحصل المشتري على حق شراء الأصل محل العقد بسعر الممارسة المتفق عليه.
- ٥ أ المرجع: الفصل ٣، الفقرة ٢-٤
- في المعاملة الآجلة، تنتقل النقود فعلياً من يد إلى أخرى في تاريخ مستقبلي متفق عليه. ويتفق البائع والمشتري على سعر صرف في أي تاريخ في المستقبل مقابل مبلغ ثابت من المال، وتنفذ المعاملة في ذلك التاريخ المستقبلي بغض النظر عن قيم أسعار السوق في ذلك التاريخ (أي بغض النظر عن ارتفاع أسعار الصرف أو انخفاضها). وقد يمتد أجل المعاملة إلى بضعة أيام أو أشهر أو أعوام.
- ٦ أ المرجع: الفصل ٣، الفقرة ٢
- تتداول أذون الخزانة عادةً في أسواق النقد، ومن المتعارف عليه أن الحكومات، أو الوكالات التي تنوب عنها، تصدرها أسبوعياً لتلبية احتياجاتها للاقتراض على المدى القصير.
- ٧ ج المرجع: الفصل ٩، الفقرة ٣-٣
- بموجب القرض العقاري ذي سعر الفائدة الثابت، يتحدد سعر الفائدة الذي يدفعه المقترض لمدة زمنية أولية، وغالباً ما تشمل السنوات الثلاث أو الخمس الأولى من عمر القرض. فإذا انخفضت معدلات الفائدة واستقرت عند حدٍ منخفض، لا يمكن إلغاء القرض ذي السعر الثابت إلا بعد دفع غرامة الاسترداد للبنك.

- ٨ ج المرجع: الفصل ٤، الفقرة ١-١
- في حال توقّف الشركة عن مزاولة عملها (ما يشار إليه غالباً بمصطلح "تصفية الشركة")، لا يستلم حملة الأسهم العادية مستحقّاتهم إلا بعد تسديد ديون الشركة كافة. وبذلك يأتي هؤلاء في المرتبة الأخيرة على سلّم أولويات السداد. وإذا استلمت الأطراف الأخرى كلها تعويضاتها ولم يبقَ شيء لحملة الأسهم العادية، فإنهم سيخسرون استثماراتهم في الشركة كاملةً.
- ٩ أ المرجع: الفصل ٢، الفقرة ١-٣
- تعمل المصارف المركزية عادةً بصفة مؤسسة تقدم الخدمات المصرفية للمصارف.
- ١٠ أ المرجع: الفصل ٥، الفقرة ٢-٢-٣
- هناك احتمال أن تتخلّف الجهة المُصدّرة عن سداد رأس المال عند الاستحقاق (مخاطر التخلف عن السداد)، كما قد تتأثر قيمة السندات بالتغيّرات التي تطرأ على أسعار الفائدة (مخاطر السوق).
- ١١ د المرجع: الفصل ٦، الفقرة ٢-٣
- البيع على المكشوف (short) يعني إجراء عملية بيع. والمستثمر الذي يبيع عقد خيار شراء قد يضطر إلى إبرام عقد بيع مستقبلي لمشتري الخيار بسعرٍ مستقبليّ ثابت يُنقّق عليه في الوقت الحاضر. وهكذا فإنّه يأمل أن ينخفض السعر الفعلي للأصل لكي يُحقّق الربح.
- ١٢ د المرجع: الفصل ٥، الفقرة ١-٣
- لا تُدفع الفوائد على أذون الخزانة، لكنّها تصدر بخصمٍ على القيمة الاسميّة عوضاً عن ذلك.
- ١٣ د المرجع: الفصل ٨، الفقرة ٢-٣
- تؤدّي إساءة استخدام قواعد السوق إلى إلحاق الضرر بمصالح المستثمرين الماليين بصورة غير مشروعة، ويكون ذلك إمّا مباشرة أو غير مباشرة. وقد تشكّل تصرّفات معيّنة، على غرار التداول بناءً على معلومات داخلية والتلاعب بالسوق، إساءة لاستخدام قواعد السوق.
- ١٤ ب المرجع: الفصل ٩، الفقرة ٢-٢
- ٢٠٪ مقسومة على ٢ = ١٠٪، ونعيّر عنها برقم عشري: ٠,١٠
- $$١,١٠ = ٠,١٠ + ١$$
- $$١,٢١ = ١,١٠ \times ١,١٠ = ١,٢١$$
- $$١,٢١ - ١ = ٠,٢١ = ١٠٠ \times ٠,٢١ = ٢١\%$$
- ١٥ ب المرجع: الفصل ٩، الفقرة ٣-٤
- تُصمّم بوليصة التأمين المؤقت بحيث يستحقّ سداد مبلغ التأمين فقط في حالة حدوث الوفاة خلال مدّة زمنيّة محدّدة.

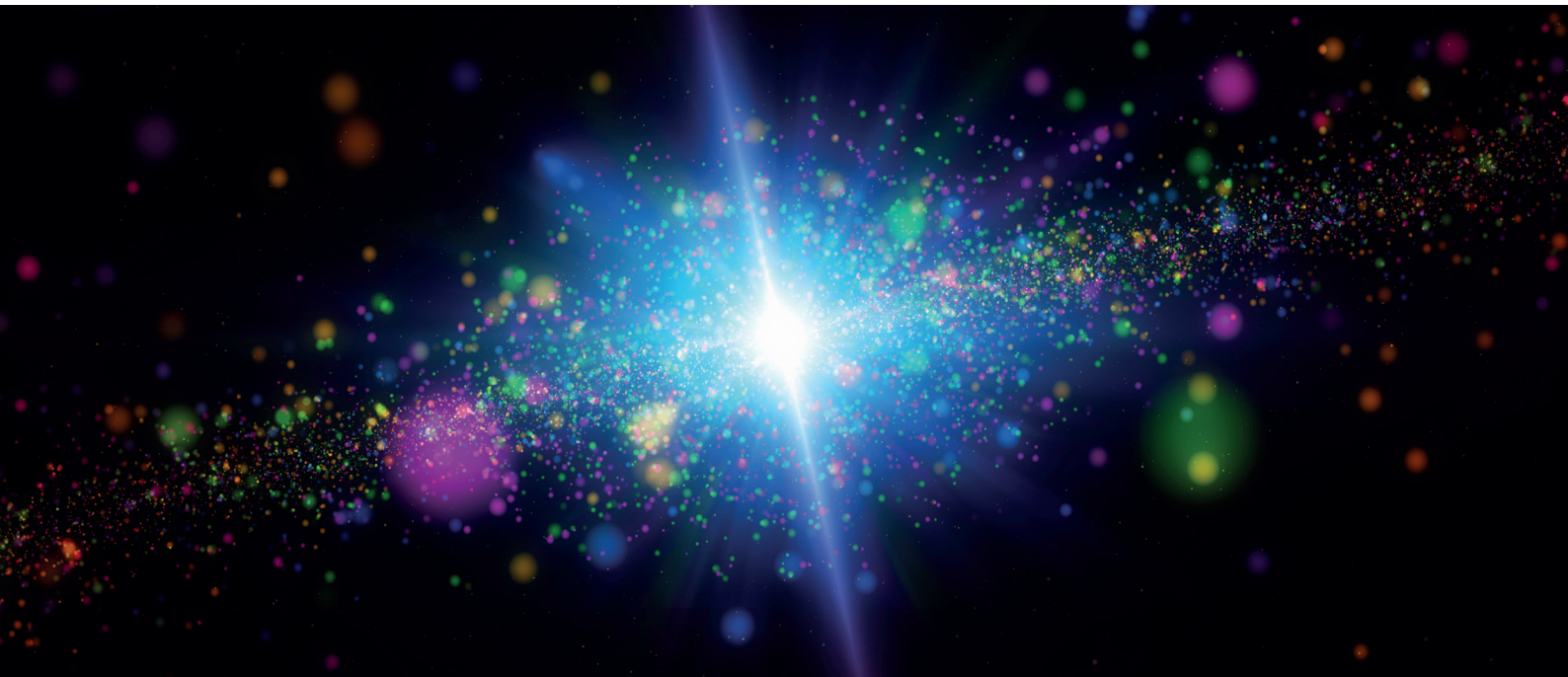
- ١٦ ج المرجع: الفصل ٤، الفقرة ٧
يُعدّ مؤشر إس إس إي (SSE) المُركَّب المؤشر الرئيسي في الصين.
- ١٧ ب المرجع: الفصل ٣، الفقرة ٢
تصدر الورقة التجارية عن الشركات، وتُعدّ فعلياً المقابل لأذون الخزانة لكن على مستوى الشركات.
- ١٨ د المرجع: الفصل ٧، الفقرة ٣-٣
تُباع الأسهم في صناديق الاستثمار المغلقة وتُشترى في البورصات مثل أسهم الشركات المدرجة الأخرى.
- ١٩ ج المرجع: الفصل ٤، الفقرة ٦
تعمل بورصة ناسداك (NASDAQ) على أساس النظام المحكوم بالتسعير (quote-driven).
- ٢٠ ب المرجع: الفصل ٦، الفقرة ٢-٢
العقد المستقبلي اتفاق بين المشتري والبائع، يوافق بموجبه المشتري على دفع مبلغٍ محدّد مسبقاً مقابل استلامه كميةٍ محدّدة من الأصول في تاريخ مستقبلي.
- ٢١ ج المرجع: الفصل ٥، الفقرة ١-٢
تستحقّ الفائدة عادةً كل ٦ أشهر (نصف سنة)، وتُحتسب على أساس القيمة الاسميّة كما يأتي:
$$1,000 \times 7\% \times (6 \div 12) = 35$$
 جنيهاً استرلينياً.
- ٢٢ ج المرجع: الفصل ٨، الفقرة ١-٣
من بين الأدوات المالية المذكورة في خيارات السؤال، لا تنطبق القواعد المتعلقة بتداول الشخص المطلع على المعلومات الداخلية للشركة سوى على العقود المستقبلية وعقود الخيار على الأوراق المالية. وهذه القواعد لا تنطبق على صناديق الاستثمار الجماعي.
- ٢٣ ج المرجع: الفصل ٥، الفقرة ١-٣
يشير الاختصار (TIPS) إلى الأوراق المالية المحميّة من التضخّم. لذا، فهي من فئة السندات الحكومية الأمريكية المرتبطة بالمؤشرات، ما يجعلها محميّة من المخاطر الناتجة عن التضخّم.
- ٢٤ ب المرجع: الفصل ٥، الفقرة ٧
يُحتسب عائد السند الثابت عن طريق قسمة سعر الفائدة (القسيمة) السنوية على سعر السند، ثم ضرب الناتج بالعدد ١٠٠ للحصول على نسبة مئوية، كما يأتي:
$$(5 \div 112) \times 100 = 4.46\%$$

- ٢٥ د المرجع: الفصل ٦، الفقرة ٤
عقد المبادلة أو المقايضة (Swap) مشتق مالي يُتداول خارج الأسواق الرسمية.
- ٢٦ ج المرجع: الفصل ٧، الفقرة ١-٢-١
تهدف استراتيجية الإدارة السلبية (غير الفاعلة) إلى تحقيق عوائد تتماشى مع نتائج مؤشر أو مقياس معياري محدد.
- ٢٧ أ المرجع: الفصل ٣، الفقرة ٢
تصدر كل من الأوراق التجارية وأذون الخزانة على هيئة سندات صفرية (بدون فوائد أو قسائم)، وبذلك فإنها تصدر بخصم على قيمتها الاسمية.
- ٢٨ أ المرجع: الفصل ٧، الفقرة ١-٢-٢
يُعدّ صندوق إف سي بي (FCP) من فئة صناديق الاستثمار الجماعي في أوروبا، وتشبه هذه الصناديق صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة لكنها تستند إلى عقد يُبرم بين مدير الصندوق والمستثمرين أنفسهم.
- ٢٩ د المرجع: الفصل ٤، الفقرة ٣
قرارات الشركات الإلزامية مع خيارات هي عبارة عن قرارات تنطوي على خيار تلقائي يُنفذ في حال قرّر حامل الأسهم عدم التدخل في القرار، مثل قرار إصدار حقوق الأولوية.
- ٣٠ أ المرجع: الفصل ٧، الفقرة ٤
صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة هي عبارة عن صناديق استثمار تُصمّم عادةً بحيث تتعقّب مؤشراً من المؤشرات.
- ٣١ ج المرجع: الفصل ٧، الفقرة ٢-٥
عادةً ما تتم هيكلة شركات الاستثمار في صناديق الملكية الخاصة بطرق تختلف عن هيكلة برامج الاستثمار الجماعية للأفراد. وتؤسّس معظم هذه الشركات في هيكل شركات محدودة يكون الحد الأدنى للاستثمار فيها مرتفعاً للغاية.
- ٣٢ ب المرجع: الفصل ٤، الفقرة ٣-١-٦
ينخفض سعر السهم عادةً بحلول تاريخ تداول الأسهم من دون أرباحها.
- ٣٣ أ المرجع: الفصل ٤، الفقرة ٣-١-٤
ينطوي قرار رسملة الأرباح على توزيع أسهم مجانية، لذا لا يحتاج المستثمرون إلى تقديم أي تمويل إضافي.

- ٣٤ ب المرجع: الفصل ١، الفقرة ٣-١٣
تُعَدّ الجمعية الدولية لصفقات المبادلة والمشتقات (ISDA) الهيئة الممثلة للمؤسسات الاستثمارية حيث تُتداول المُشتَقَّات خارج الأسواق الرسمية.
- ٣٥ د المرجع: الفصل ٤، الفقرة ٦
توفّر منصات التداول المُتعدّدة الأطراف (MTFs) طريقةً بديلة لتداول الأسهم والسندات عوضاً عن تداولها في الأسواق التقليدية.
- ٣٦ ج المرجع: الفصل ٤، الفقرة ٣-١-٢
بموجب حقوق الأولوية، يُمنح المساهم حق الاكتتاب للحصول على أسهم جديدة إضافية بسعر ثابت للسهم الواحد.
- ٣٧ د المرجع: الفصل ٧، الفقرة ٢-٢-٢
يُعَدُّ أمين الصندوق المالك القانوني للأصول في صندوق الوحدات الاستثمارية المفتوح، حيث يحتفظ بالأصول لصالح حملة وحدات الصندوق.
- ٣٨ أ المرجع: الفصل ٣، الفقرة ٣-١-٣
تجري تسوية المعاملات المرتبطة بأدوات سوق النقد عادةً عن طريق نظام التسوية نفسه المُستخدَم لتسوية الأسهم والسندات، ويمكن شراء الكثير من أدوات سوق النقد (مثل شهادات الإيداع) وبيعها بالطريقة نفسها التي تُشترى فيها الأسهم وتباع. أما العبارات الأخرى فجميعها صحيحة.
- ٣٩ ج المرجع: الفصل ٤، الفقرة ٣-٢
لكي يتم اعتماد أي اقتراح بإجراء تعديلات على النظام الداخلي للشركة، يجب الحصول على تأييد ٧٥٪ من الأصوات على الأقل، لأن قراراً كهذا يُصنّف ضمن القرارات الخاصة.
- ٤٠ ج المرجع: الفصل ٤، الفقرة ٤
تُطرح الأسهم الجديدة للمرّة الأولى وتُسوّق في السوق الأولي، بينما تُتداول الأسهم الموجودة أصلاً في السوق الثانوي لاحقاً.
- ٤١ ج المرجع: الفصل ٥، الفقرة ٧
سيُتغير العائد من $100 \times (80 \div 5) = 6,25\%$ إلى $100 \times (85 \div 5) = 5,88\%$
- ٤٢ ج المرجع: الفصل ٦، الفقرة ٢-٣
يقال عن مشتري العقد المستقبلي إنّه يشتري على المكشوف.

- ٤٣ ج المرجع: الفصل ٨، الفقرة ١-٢
- التمويه Layering [حرفياً: "وضع الطبقات"] يشكّل المرحلة الثانية في عملية غسل الأموال. وتتضمّن هذه المرحلة نقل الأموال من مكانٍ إلى آخر، أو من استثمارٍ إلى آخر بحيث يصعب على السلطات المختصة ربط الأموال المودعة بالمُستفيد النهائي منها.
- ٤٤ ج المرجع: الفصل ٧، الفقرة ٣-٢-١
- يشار إلى الجمع بين الاستراتيجية السلبية (محاكاة المؤشرات) والإدارة النشطة للاستثمار باسم استراتيجية الإدارة المختلطة أو استراتيجية المركز-التوابع (core-satellite).
- ٤٥ أ المرجع: الفصل ٧، الفقرة ٥
- يستطيع كثير من صناديق التحوّط اقترض الأموال واستخدام المشتقات المالية لتعزيز العوائد المحتملة.
- ٤٦ د المرجع: الفصل ٣، الفقرة ١-١-٣
- $$100\% - 20\% = 80\% = 0.8$$
- $$3,125 = 0.8 \div 2.5$$
- $$312,500 = 10,000 \times 3.125$$
- تمثل صافي الفوائد نسبة ٨٠٪ من المبلغ الإجمالي بعد خصم ضريبة بنسبة ٢٠٪. وبالنظر في النتيجة النهائية، بالحصول على مبلغ ٣١٢,٥٠ دولار أمريكي، عندئذ تبلغ قيمة الضرائب ٦٢,٥٠ دولار أمريكي وينتج عنه مبلغ صافي قيمته ٢٥٠ دولار أمريكي.
- ٤٧ د المرجع: الفصل ٢، الفقرة ٢-٤
- يؤدّي التضخّم إلى تناقص القيمة الحقيقية للنقد، ولذلك يعاني أصحاب الدخل المحدود من تداعياته.
- ٤٨ د المرجع: الفصل ٩، الفقرة ٤-٣
- يشترى المصرف الإسلامي (وليس العميل) العقار بالكامل ويؤجّره للعميل (لمُدّة ٢٥ سنة عادةً) بموجب نظام الإجارة. وفي نهاية هذه المدة، تنتقل ملكيّة العقار إلى العميل.
- ٤٩ د المرجع: الفصل ٩، الفقرة ٢-٤
- تُعَدّ بوالص التأمين مدى الحياة من البوالص القائمة على الاستثمار.
- ٥٠ ج المرجع: الفصل ٦، الفقرة ١-١ ومسرد المصطلحات
- ينطوي التحوّط على بيع أداة مالية أو شرائها من أجل التحوّط ضدّ الربح أو الخسارة الناتجين من الاستثمار في ورقة مالية أخرى.

خطة المنهج



الوحدة / عنصر خطة المنهج	الفصل / الفقرة
الغُصْرُ الأول	مقدمة
١-١	قطاع الخدمات المالية عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتَقَدِّم للامتحان:
١-١-١	معرفة دور كلِّ مما يلي ضمن قطاع الخدمات المالية: • مصارف الأفراد/الشركات؛ • مؤسسات الإِخَار؛ • المصارف الاستثمارية؛ • المصارف الخاصة؛ • صناديق التقاعد؛ • شركات التأمين؛ • مدراء الصناديق الاستثمارية؛ • الوسطاء؛ أُمْنَاء الحفظ؛ • المنصات • شركات إدارة استثمارات الغير (TPAs)؛ • الهيئات التجارية والمهنية؛ • الصناديق السيادية؛ • الإقراض المباشر بين النظراء/التمويل الجماعي
٢-١-١	٢ معرفة وظيفة كلِّ من قطاع الأفراد وقطاع الشركات، والاختلافات فيما بينهما، والعملاء الأساسيين لكلِّ منهما
٣-١-١	٤ معرفة الدور الذي تُوَدِّيه قنوات توزيع الاستثمارات:
	• خدمات المشورة المالية المستقلة والمحدودة بمنتجات معينة؛ • خدمات التنفيذ فقط؛ • المشورة الآلية

الوحدة / عنصر خطة المنهج	الفصل / الفقرة
٤-١-١	معرفة الموضوعات المستجدة الآتية: التقنية المالية (Fintech)؛ الاستثمار القائم على الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات (Environmental Social Governance ESG)

الفصل الثاني	البيئة الاقتصادية	الغُصْنُ الثاني
	البيئة الاقتصادية	١-٢
	عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتَقَدِّم للامتحان:	
٢	معرفة العوامل التي تؤثر في مستوى النشاط الاقتصادي في كُلِّ من: • الاقتصاد المخطَّط مركزياً • اقتصاد السوق • الاقتصاد المُختلَّط • الاقتصاد المفتوح	١-١-٢
١-٣	معرفة وظيفة المصارف المركزية	٢-١-٢
١-٤	معرفة آليات السداد مُقابل السلع والخدمات وعملية إنشاء الائتمان	٣-١-٢
٢-٤	فهم تأثير التضخُّم/الانكماش في السلوك الاقتصادي	٤-١-٢
١-٢-٤	معرفة مقاييس التضخم الأكثر شيوعاً	٥-١-٢
٣-٤	فهم أثر البيانات الاقتصادية الآتية: • الناتج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Product)؛ • ميزان المدفوعات؛ • العجز/الفائض في الميزانية؛ • نسب البطالة؛ • أسعار الصرف	٦-١-٢

الغُصْنُ الثالث	الأصول والأسواق المالية	الفصل الثالث
	الودائع النقدية	١-٣
	عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتَقَدِّم للامتحان:	
١-١-٣	معرفة خصائص حسابات الودائع لأجل والودائع الجارية، بما في ذلك اوجه اختلاف خصائص حسابات التوفير الإسلامية	١

الوحدة / عنصر خطة المنهج		الفصل / الفقرة
٢-١-٣	معرفة مزايا الاستثمار في النقد وعيوبه	١
٣-١-٣	معرفة الاختلافات بين العملات المشفرة والعملات الورقية التقليدية	
٢-٣	أدوات أسواق النقد عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المتقدم لامتحان:	٢
١-٢-٣	معرفة الفرق بين أداة سوق المال وأداة سوق النقد	٢
	معرفة تعريف كل مما يأتي وخصائصها:	
٢-٢-٣	• أذون الخزانة • الورقة التجارية • شهادة الإيداع • صناديق أسواق النقد	٢
٣-٢-٣	معرفة مزايا الاستثمار في أدوات سوق النقد وعيوبه	٢
٣-٣	العقارات عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المتقدم لامتحان:	
١-٣-٣	معرفة خصائص الاستثمار العقاري:	٤
	• العقارات التجارية والسكنية • الاستثمار المباشر/غير المباشر	
٢-٣-٣	معرفة مزايا الاستثمار في العقارات وعيوبه المحتملة	٤
٤-٣	سوق العملات الأجنبية (الفوركس) عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المتقدم لامتحان:	٤
١-٤-٣	معرفة الهيكل الأساسي لسوق الصرف الأجنبي بما في ذلك:	٤
	• تسعير العملات • التسوية • المعاملات الفورية والآجلة • عقود مبادلة العملات القصيرة الأجل	
٢-٤-٣	التمكن من حساب سعر الصرف الآجل باستخدام معادلة تعادل سعر الفائدة.	٤

الوحدة / عنصر خطة المنهج	الفصل / الفقرة
-----------------------------	-------------------

الغُصْنُ الرابع	حقوق الملكية/الأسهم	الفصل الرابع
١-٤	الأسهم عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتَقَدِّم للامتحان:	
١-١-٤	معرفة خصائص الأسهم العادية والأسهم الممتازة ومزايا كُلٍّ منها من حيث: • توزيعات أرباح الأسهم • الأرباح الرأسمالية • امتيازات المساهمين • حق الاكتتاب في الأسهم الجديدة • حق التصويت	١
٢-١-٤	التمكن من حساب عائد توزيعات أرباح السهم	١
٣-١-٤	فهم المزايا والعيوب والمخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم: • مخاطر تغير الأسعار • مخاطر التسييل • مخاطر الجهة المُصدِّرة • مخاطر تغيّر سعر الصرف	٢
٤-١-٤	معرفة ماهية قرارات مجلس إدارة الشركة والفرق بين القرار الإلزامي والقرار الطوعي والقرار الإلزامي مع خيارات بما يشمل عمليات الاستحواذ والاندماج	٣
٥-١-٤	معرفة الطرق المختلفة لتسعير نسب الأوراق المالية	١-٣
٦-١-٤	فهم المصطلحات الآتية: • إصدارات الأسهم المجانية/توزيع الأسهم المجانية/رسلة الأرباح • حقوق الأولوية/العروض المفتوحة؛ • تجزئة الأسهم/ تجميع الأسهم؛ • توزيعات أرباح الأسهم؛ • عمليات إعادة الشراء	١-٣
٧-١-٤	القدرة على حساب إصدارات الأسهم المجانية وحقوق الأولوية	٢-٣
٨-١-٤	معرفة الهدف من انعقاد جمعيات الشركات العمومية وصيغتها	٤
٩-١-٤	معرفة وظيفة البورصة: الأسواق الأولية/الثانوية؛ الإدراج	٥

الوحدة / عنصر خطة المنهج	الفصل / الفقرة
١٠-١-٤	٦ فهم خصائص إيصالات الإيداع: إيصال الإيداع الأمريكي؛ إيصال الإيداع العالمي؛ دفعات توزيعات أرباح الأسهم؛ كيفية إصدارها/ التداول ما قبل الإصدار؛ حقوق الاكتتاب
١١-١-٤	٧ معرفة فئات المؤشرات الرئيسية لأسواق الأسهم واستخداماتها
١٢-١-٤	٨ معرفة كيفية تداول الأسهم: • التداول المباشر في البورصة/ التداول خارج الأسواق الرسمية • منصات التداول المتعددة الأطراف • منصات التداول المحكومة بالعرض والطلب (order-driven)/منصات التداول المحكومة بالتسعير (quote-driven)
١٣-١-٤	٨ معرفة طرق امتلاك الأسهم والمصطلحات ذات الصلة: • الأسهم الاسمية والأسهم لحاملها • تجميد الأسهم واستخدام القيود الرقمية
١٤-١-٤	فهم دور الطرف النظير المركزي في عمليات المقاصة والتسوية
١٥-١-٤	٨ معرفة آليات التسوية: المشاركون؛ العملية؛ دورات التسوية

العنصر الخامس	السندات	الفصل الخامس
١-٥	خصائصها عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتَقَدِّم لامتحان:	
١-١-٥	فهم خصائص السندات والمصطلحات المرتبطة بها مثل: • سعر الفائدة (القسيمة) • تاريخ الاستحقاق أو الاسترداد • القيمة الاسمية • العوائد	١-٢
٢-٥	السندات الحكومية عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتَقَدِّم لامتحان:	

الوحدة / عنصر خطة المنهج	الفصل / الفقرة
١-٢-٥	فهم تعريف السندات الحكومية وخصائصها: • الأنواع • الولايات المتحدة • المملكة المتحدة • الصين • فرنسا • ألمانيا • اليابان
٢-٢-٥	معرفة مزايا الاستثمار في السندات الحكومية وعيوبه المحتملة
٣-٥	السندات التجارية عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم لامتحان:
١-٣-٥	معرفة فئات السندات الآتية وخصائصها: • السندات المحلية • السندات الأجنبية • السندات الخارجية (سندات اليوروبوند)
٥	• الأوراق المالية المضمونة بالأصول وتشمل السندات المغطاة
٤	• السندات الصِّفْرية • السندات القابلة للتحويل/السندات الممتازة
٤-٥	السندات عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم لامتحان:
١-٤-٥	معرفة مزايا الاستثمار في مختلف أنواع السندات وعيوبه المحتملة
٢-٤-٥	التمكن من حساب العائد الثابت للسند
٣-٤-٥	فهم دور وكالات التصنيف الائتماني والفرق بين الدرجة الاستثمارية وغير الاستثمارية

الوحدة / عنصر خطة المنهج		الفصل / الفقرة
العنصر السادس	المشتقات المالية	الفصل السادس
١-٦	استخدامات المشتقات المالية عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم لامتحان:	
١-١-٦	معرفة استخدامات المشتقات وطرق تطبيقها	١-١
٢-٦	العقود المستقبلية عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم لامتحان:	
١-٢-٦	معرفة العقود المستقبلية ووظيفتها	٢
٣-٦	عقود الخيار عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم لامتحان:	
١-٣-٦	معرفة عقود الخيار ووظيفتها	٣
٢-٣-٦	فهم المصطلحات الآتية: • خيار الشراء • خيار البيع	٣
٤-٦	المصطلحات عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم لامتحان:	
١-٤-٦	فهم المصطلحات الآتية: • الشراء على المكشوف • البيع على المكشوف • الدخول في العقد • الخروج من العقد	٢
	• حامل العقد (أو مالك العقد) • محرر العقد • العلاوة (ثمن العقد) • الاستثمار المُغطى • الاستثمار المكشوف	٣
	• التداول خارج الأسواق الرسميَّة (OTC) • التداول في البورصة	١-١

الوحدة / عنصر خطة المنهج	الفصل / الفقرة
٥-٦	أسواق المشتقات والسلع عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:
١-٥-٦	معرفة خصائص المشتقات وأسواق السلع الأساسية
٢-٥-٦	معرفة مزايا الاستثمار في أسواق المشتقات والسلع وعيوبه المحتملة
٦-٦	عقود المبادلة (المقايضة) عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:
١-٦-٦	فهم تعريف عقود مبادلة أسعار الفائدة ووظيفتها
٧-٦	عقود مبادلة مخاطر الائتمان عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:
١-٧-٦	فهم تعريف عقود مبادلة مخاطر الائتمان ووظيفتها

الغُصْنُ السابع	صناديق الاستثمار	الفصل السابع
١-٧	مُقدِّمة عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:	
١-١-٧	فهم مزايا الاستثمار الجماعي ومخاطره وعيوبه المحتملة	١-١
٢-١-٧	معرفة الفرق بين الإدارة النشيطة (الفاعلة) والإدارة غير النشيطة (غير الفاعلة) (للمؤشرات مثلاً)	٢-١
٢-٧	الصناديق ذات رأس المال المتغير/الصناديق المشتركة عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:	
١-٢-٧	معرفة خصائص صندوق الاستثمار المفتوح/ صندوق الاستثمار المشترك وأنواع الصناديق المختلفة: • الولايات المتحدة الأمريكية • أوروبا	٢

الوحدة / عنصر خطة المنهج		الفصل / الفقرة
٣-٧	شركات الاستثمار المغلقة	
	عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:	
١-٣-٧	معرفة خصائص شركات الاستثمار المغلقة (ذات رأس المال الثابت): • فئات الأسهم	٣
٢-٣-٧	معرفة معنى الخصم والعلو في ما يتعلّق بتسعير شركات الاستثمار المغلقة	٣
٣-٣-٧	معرفة آليات تداول أسهم شركات الاستثمار المغلقة	٣
٤-٧	صناديق الاستثمار العقاري المتداولة	
	عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:	
١-٤-٧	معرفة الخصائص الرئيسية لصناديق الاستثمار العقاري المتداولة (REITs): • التنوع العقاري • السيولة • المخاطر	٤-٣
٥-٧	صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة	
	عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:	
١-٥-٧	معرفة الخصائص الأساسية لصناديق المؤشرات المتداولة في البورصة: • التداول • أساليب المحاكاة • المحاكاة التركيبية/غير التركيبية	٤
٦-٧	صناديق الاستثمار البديلة (Alternative Investment Funds)	
	عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:	
١-٦-٧	معرفة الخصائص الأساسية لصناديق التحوُّط: • المخاطر المحتملة؛ • التكلفة والسيولة • استراتيجيات الاستثمار	٥

الوحدة / عنصر خطة المنهج	الفصل / الفقرة
٢-٦-٧	معرفة الخصائص الرئيسية لصناديق الملكية الخاصة: • جمع التمويل؛ • تحقيق الأرباح الرأسمالية

العنصر الثامن	اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية	الفصل الثامن
١-٨	مقدمة عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:	
١-١-٨	فهم الحاجة إلى التنظيم والترخيص للشركات	١-١
٢-١-٨	فهم الأهداف الرئيسية للجهات التنظيمية في قطاع الخدمات المالية وأنشطتها	٢-١
٣-١-٨	فهم مدونة قواعد السلوك في المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار (CISI)	١-٥-٥
٤-١-٨	فهم المبادئ الأساسية للنزاهة المهنية والسلوك الأخلاقي في مجال الخدمات المالية	٥
٢-٨	الجريمة المالية وغسل الأموال عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:	
١-٢-٨	التعرّف على معنى غسل الأموال ومراحل غسل الأموال والجرائم ذات الصلة	١-٢
٢-٢-٨	معرفة الإجراءات اللازم اتخاذها من العاملين في قطاع الخدمات المالية عند الاشتباه بوجود نشاط غسل أموال، وما الوثائق التي تُشكّل دليلاً مقنعاً لإثبات الهوية	٢-٢
٣-٢-٨	معرفة كيف يمكن استغلال الشركات/الأفراد كوسيلة لارتكاب الجرائم المالية: • الاحتيال؛ • الجريمة الإلكترونية؛ • تمويل الإرهاب	
٣-٨	التداول بناءً على معلومات داخلية والتلاعب بالسوق عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:	
١-٣-٨	معرفة المخالفات التي تُصنّف في بند تداول الشخص المطلّع على المعلومات الداخلية للشركة والأدوات المالية المشمولة بهذه المخالفة	١-٣

الوحدة / عنصر خطة المنهج	الفصل / الفقرة
٢-٣-٨	معرفة المخالفات التي تُصنّف على أنها تلاعب بالسوق والأدوات التي تشملها هذه المخالفات

الغُصْنُ التاسع	المنتجات المالية الأخرى	الفصل التاسع
١-٩	صناديق التقاعد عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:	
١-١-٩	معرفة أسباب التخطيط للتقاعد	١
٢-١-٩	معرفة الخصائص الرئيسية لصناديق التقاعد وخصائص المخاطر المتعلقة بها: • برامج التقاعد الحكومية • برامج التقاعد المهنية (نظام المزايا (أو المنافع) المحددة ونظام المساهمات (أو الاشتراكات) المحددة) • برامج التقاعد الشخصية	١
٢-٩	القروض عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:	
١-٢-٩	معرفة الاختلافات بين القروض المصرفية والسحب على المكشوف والاقتراض بواسطة البطاقات الائتمانية	٢
٢-٢-٩	معرفة الفرق بين سعر الفائدة المعروض (أو المعلن) على الاقتراض وسعر الفائدة السنوي الفعلي	٢
٣-٢-٩	التمكن من حساب معدل الفائدة السنوي المئوي على أساس سعر الفائدة المعروض ومعدل تكرار الأقساط	٢
٤-٢-٩	معرفة الاختلاف بين الاقتراض المضمون وغير المضمون	٢
٣-٩	القروض العقارية عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:	
١-٣-٩	فهم خصائص سوق التمويل العقاري: • معدلات أسعار الفائدة • نسبة القرض إلى القيمة الحقيقية	٣

الوحدة / عنصر خطة المنهج		الفصل / الفقرة
٢-٣-٩	معرفة تعريف القرض العقاري وأنواعه: • القرض العقاري ذو الأقساط المنتظمة	
٣-٣-٩	معرفة تحريم الفائدة في سياق التمويل الإسلامي وأنواع عقود القروض العقارية	٤-٣
٤-٩	التأمين على الحياة عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:	
١-٤-٩	فهم المبادئ الأساسية للتأمين على الحياة وأنواع بوالص التأمين على الحياة: التأمين لأجل والتأمين مدى الحياة	٤

تفاصيل الامتحان

تُصمَّم كُلُّ ورقةٍ امتحانيةٍ بمواصفات محددة بحيث تتحدد الدُّرجات التي سَتُعطى لكل عنصر، كما هو وارد في الجدول أدناه.

تجدر الإشارة إلى أن الأرقام الموضحة قد تختلف قليلاً من امتحان لآخر، إذ تتوفر مرونة إلى حد ما في تصميم الاختبارات المختلفة من أجل ضمان مستوى محدّد من الصعوبة لكل واحد منها. لكنّ عدد الأسئلة في كل عنصر يبقى ثابتاً لا يتغيّر عن معدل يزيد على سؤاليْن اثنين سواء بالزيادة أو النقصان.

رقم العنصر	العنصر	الأسئلة
العنصر الأول	مقدمة عن قطاع الخدمات المالية	٣
العنصر الثاني	البيئة الاقتصادية	٣
العنصر الثالث	الأصول والأسواق المالية	٦
العنصر الرابع	حقوق الملكية/الأسهم	٨
العنصر الخامس	السندات	٧
العنصر السادس	المشتقات المالية	٦
العنصر السابع	صناديق الاستثمار	٧
العنصر الثامن	اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية	٥
العنصر التاسع	المنتجات المالية الأخرى	٥
مجموع عدد أسئلة الامتحان		٥٠

