



الأسواق المالية





منشورات جامعة دمشق

Damascus University

الأسواق المالية

Financial Markets



تأليف :

أ. د. عدنان سليمان

أستاذ في قسم الاقتصاد

د. سليمان موصللي

مدرس في قسم الاقتصاد

1434 - 1435 هـ

2012 - 2013 م

جامعة دمشق



الفهرس

الصفحة	الموضوع
5	الفهرس
11	الفصل الأول : أهمية الأسواق المالية ووظيفتها
13	1.1. مقدمة
13	2.1. الفرق بين الأصول الحقيقية و الأصول المالية
15	3.1. أنواع الأصول المالية
17	4.1. وظائف السوق المالية
22	5.1. التصنيفات الأساسية للأسواق المالية
26	6.1. حالة عملية (هيكل السوق المالي في سورية)
29	الفصل الثاني : سوق الأسهم
31	1.2. مفهوم الأسهم وإصدارها
31	1.1.2. مفهوم الأسهم
34	2.1.2. أطراف سوق الأسهم
37	3.1.2. الإصدار الأولي والثانوي
41	2.2. تقييم الأسهم
41	1.2.2. تقييم الأسهم
52	2.2.2. العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم
59	3.2.2. أساليب حساب مخاطرة الأسهم
65	3.2. آليات التداول في سوق الأسهم
65	1.3.2. أوامر البيع و الشراء
68	2.3.2. القواعد النازمة لتداول الأسهم

69	3.3.2. التعامل بالهامش
73	4.3.2. البيع على المكشوف
77	5.3.2. آلية تنفيذ أوامر شراء الأسهم وبيعها
83	الفصل الثالث: السوق النقدي
85	1.3. مفهوم السوق النقدي
85	2.3. مميزات و شروط السوق النقدي
86	3.3. المتعاملون في السوق النقدي
90	4.3. أدوات السوق النقدي
111	5.3. تقييم الأوراق المالية في السوق النقدي
113	6.3. أدونات الخزنة السورية(حالة عملية)
121	الفصل الرابع: سوق السندات
123	1.4. مقدمة عن السندات
124	2.4. عائد السند
125	3.4. إصدار السندات الحكومية
128	4.4. تداول السندات الحكومية
129	5.4. عرض أسعار السندات الحكومية
130	6.4. سندات الشركات
134	7.4. العوامل المؤثرة في أسعار السندات
138	8.4. استراتيجيات الاستثمار في السندات
140	9.4. تقييم السندات
142	10.4. سوق السندات في سورية

147	الفصل الخامس: سوق العملات الأجنبية
149	1.5. مفهوم سوق العملات الأجنبية ووظائفه
151	2.5. المتعاملون في سوق العملات الأجنبية
153	3.5. أسس التعامل في سوق العملات الأجنبية
155	4.5. أنظمة سعر الصرف
158	5.5. طرق تسعير العملات الأجنبية
159	6.5. العوامل المؤثرة في أسعار الصرف
164	7.5. النظريات المفسرة لسعر الصرف
177	الفصل السادس: أسواق المشتقات المالية
179	1.6. مفهوم المشتقات المالية
183	2.6. عقود الخيارات
202	3.6. العقود الآجلة
208	4.6. عقود المستقبلات
224	5.6. عقود المبادلة
239	الفصل السابع: السوق المالي الإسلامي
241	1.7. مقدمة
241	2.7. تعريف السوق المالي الإسلامي
241	3.7. أهمية السوق المالي الإسلامي
243	4.7. مبادئ التعامل في السوق المالي الإسلامي وأخلاقياته
245	5.7. شروط التداول في السوق المالي الإسلامي
264	6.7. التحديات التي تواجه السوق المالي الإسلامي

267	الفصل الثامن: مؤشرات الأسواق المالية
269	1.8. مقدمة
269	2.8. ماهية مؤشرات الأسواق المالية وأهميتها
274	3.8. الخصائص الواجب توافرها بالمؤشرات
277	4.8. الطرق المتبعة في بناء المؤشرات
285	5.8. أنواع مؤشرات الأسواق المالية
288	6.8. أمثلة على بعض المؤشرات
292	7.8. مؤشرات السندات
297	الفصل التاسع: كفاءة سوق الأوراق المالية
299	1.9. مفهوم كفاءة السوق.
300	2.9. متطلبات السوق المالي الكفاء
301	3.9. صيغ (مستويات) كفاءة السوق المالي
308	4.9. استراتيجيات الاستثمار في الأسهم.
310	5.9. تطبيقات مفهوم كفاءة السوق
315	الفصل العاشر: التلاعب و الانحرافات في سوق الأوراق المالية
317	1.10. مقدمة
318	2.10. صور التلاعب في الأسواق المالية
327	3.10. آليات ضبط التلاعب في الأسواق المالية
331	الفصل الحادي عشر: الشركات الاستثمارية
333	1.11. مقدمة
334	2.11. أنواع الشركات الاستثمارية
338	3.11. أنواع صناديق الاستثمار

349	4.11. مزايا صناديق الاستثمار
351	5.11. نظام عمل صناديق الاستثمار
361	6.11. تقييم أداء صناديق الاستثمار وتكاليفها
369	الفصل الثاني عشر: الأزمات المالية
371	1.12. أزمة جنوب شرق آسيا
377	2.12. أزمة الرهن العقاري
390	3.12. أزمة الديون السيادية اليونانية
395	المراجع



الفصل الأول : أهمية الأسواق المالية ووظيفتها



1.1. مقدمة:

يقصد بالسوق المالية السوق التي يتم فيها تداول (بيع وشراء) الأصول المالية كالأسهم و السندات وغيرها. وتنتقل الأموال في السوق المالية من طرف لآخر عندما يشتري طرف ما أصولا مالية يملكها طرف آخر. وتسهّل الأسواق المالية حركة الأموال هذه وبالتالي تجعل عملية التمويل والاستثمار أمرا ميسرا للأفراد و الشركات والوكالات الحكومية.

يمكن تعريف الاستثمار على أنه توظيف موارد حالية على أمل الحصول على عوائد مستقبلية. فعلى سبيل المثال: قد يشتري شخص ما ورقة مالية معينة متوقعا الحصول على عوائد مستقبلية تتناسب مع الوقت و المخاطرة التي يتضمنها شراء الورقة المالية، فالوقت الذي ستمضيه في قراءة هذا الكتاب بالإضافة إلى ثمنه هو استثمار أيضا. إن وجودك على مقاعد الدراسة يعني تخليك عن راحة آنية أو عملٍ ينتج دخلا في سبيل الحصول على مهنة أفضل في المستقبل تبرر هذا الوقت و الجهد المبذولين. و على الرغم من اختلاف هذين الاستثمارين بصورة كاملة، إلا أنهما يشتركان في خاصية واحدة وهي التضحية بشيء ذي قيمة الآن على أمل الاستفادة من هذه التضحية في المستقبل. تحاول هذه المقدمة أولا التمييز بين الأصول المالية و الأصول الحقيقية واستعراض الأنواع المختلفة للأوراق المالية. كما تتعرض للوظائف الأساسية للسوق المالية وتصنيفاتها الرئيسية.

2.1. الفرق بين الأصول الحقيقية و الأصول المالية:

تقاس الثروة المادية لأي مجتمع بالقدرة الإنتاجية للاقتصاد أي بقيمة السلع والخدمات التي ينتجها الاقتصاد. وتعتمد هذه القدرة الإنتاجية على الأصول الحقيقية

المتوفرة في الاقتصاد من أراضٍ و مبانٍ وآلات و معرفة فنية لإنتاج السلع و الخدمات. وعلى النقيض من الأصول الحقيقية، هناك الأصول المالية، و منها الأسهم والسندات، وهذه الأصول المالية ليست أكثر من أوراق أو قيود محاسبية لا تسهم مباشرة في القدرة الإنتاجية للاقتصاد . إلا أن الأصول المالية هي الأدوات التي تعطي لحاملها حقا على الأصول الحقيقية التي تمثلها وهو الدخل الذي تنتجه هذه الأصول الحقيقية أو الدخل الذي تحققه الدولة (في حالة أذونات الخزنة). فإذا لم تستطع امتلاك مصنع سيارات خاص بك (أصل حقيقي) ، فإنك تستطيع شراء أسهم في شركة سيارات تويوتا أو فورد (أصل مالي)، مما يخولك المشاركة في الدخل الذي تنتجه مصانع السيارات تلك.

وبينما تخلق الأصول الحقيقية الدخل الصافي للاقتصاد، فإن الأصول المالية تحدد الكيفية التي يتم من خلالها توزيع هذا الدخل بين المستثمرين. نحن نعلم أن المستثمرين يستطيعون الاختيار بين استهلاك ثروتهم وبين توظيفها (استثمارها). فإذا اختاروا استثمارها فإنهم قد يوظفونها في أصول مالية عبر شراء الأوراق المالية المختلفة ، وتستخدم الشركات حصيلة بيع هذه الأوراق المالية لشراء الأصول الحقيقية كالمصانع والآلات و المعرفة الفنية و غيرها، و بالتالي يعتمد العائد الذي يحصل عليه المستثمرون في الأوراق المالية على الدخل المتحقق من الأصول الحقيقية الممولة عن طريق بيع تلك الأوراق المالية.

وسنركز في كتابنا هذا على الأصول المالية لكن يجب ألا ننسى أن نجاح أو فشل الأصول المالية التي نستثمر بها يعتمد بشكل كلي على أداء الأصول الحقيقية التي تمثلها باعتبارها أصولا مادية إنتاجية.

3.1. أنواع الأصول المالية:

تنقسم الأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع رئيسية: أدوات دين، أدوات ملكية، ومشتقات مالية. فأدوات الدين تعطي دخلاً ثابتاً أو متغيراً يحسب بناءً على معادلات معينة. فعلى سبيل المثال تعطي سندات الشركات لحاملها مبلغاً ثابتاً من الفوائد كل عام. أما السندات ذات الفائدة العائمة فتعطي مبلغاً متغيراً من الفوائد لحاملها يعتمد على أسعار الفائدة السائدة ومثاله سند يدفع معدل فائدة ثابت عند 2% يضاف إلى ذلك معدل الفائدة المدفوع على أذونات الخزانة. و طالما أن الجهة المقترضة لم تفلس بعد فإن الفوائد تستمر بالتدفق باتجاه حامل السند (المقرض). لذا فإن الأداء الاستثماري لأدوات الدين يعتمد الملاءة المالية للمقترض مصدر السند.

فعلى سبيل المثال لو رغبت حكومة ما في صرف 10 بلايين دولار إضافية عن إيراداتها لشهر ما فإنها تستطيع فعل ذلك عبر طرح أذونات خزينة بذلك المبلغ. كما أنه لو رغبت شركة جوجل في إنفاق 40 مليون دولار إضافية عن إيراداتها لشهر ما، فإنها تستطيع تمويل ذلك عبر طرح أوراق تجارية للجمهور.

ولأدوات الدين أنواع مختلفة بحسب تواريخ الاستحقاق و ضمان السداد. فأقصر تواريخ استحقاق هي لأدوات دين السوق النقدي و التي تتصف بقصر تواريخ الاستحقاق و السيولة المرتفعة و المخاطرة المنخفضة. ومن الأمثلة على أدوات السوق النقدي أذونات الخزانة و شهادات الإيداع المصرفية. أما أدوات دين سوق رأس المال فتتصف بطول تواريخ الاستحقاق كالسندات الحكومية متوسطة و طويلة الأجل وسندات الشركات. و تتراوح هذه السندات ما بين سندات منخفضة المخاطرة (مخاطر إفلاس منخفضة) كالسندات الحكومية و سندات عالية المخاطرة كالسندات ذات

العائد المرتفع. كما تختلف أدوات الدين بحسب درجة ضمان السداد و حماية المستثمرين من مخاطر الإفلاس.

أما أدوات الملكية (الأسهم) فإنها تعبر عن حق ملكية في الشركة، و لا تضمن أي عائد ثابت لحملة الأسهم. يحصل حملة الأسهم عادة على توزيعات الأرباح التي تدفعها الشركة لهم، كما أن لهم حصة في موجودات الشركة بنسبة ملكيتهم فيها. فإذا كانت الشركة ناجحة ترتفع قيمة أسهمها و العكس بالعكس. لذا فإن العائد على استثمار الأسهم يعتمد على نجاح الشركة المصدرة للأسهم و أصولها الحقيقية. ولذلك فإن الاستثمار بالأسهم (أدوات الملكية) عادة ما يكون أكثر خطورة من الاستثمار في أدوات الدين.

النوع الثالث والأخير من الأصول المالية هو: المشتقات المالية كعقود الخيارات (options) و المستقبلات (futures) و التي تعطي عوائد تتوقف على أسعار أصول أخرى كأسعار الأسهم و السندات. فعلى سبيل المثال قد يصبح خيار شراء على سهم شركة إنتل دون قيمة إذا بقي سعر سهم "إنتل" أقل من سعر معين (سعر التنفيذ) لكن من الممكن أن يصبح باهظ الثمن إذا ارتفع سعر سهم شركة "إنتل" عن هذا الحد. من هنا يتضح أن تسمية المشتقات المالية أتت من أن قيمتها مشتقة من قيمة أوراق مالية أخرى. فقيمة خيار الشراء على سهم شركة "إنتل" يعتمد على سعر سهم إنتل. و هكذا تشكل المشتقات جزءا هاما من البيئة الاستثمارية اليوم حيث تعددت استخداماتها من قبيل المشتقات المالية كالتحوط من المخاطر و كذلك المضاربة التي قد ينجم عنها خسائر فادحة. و من الأنواع الأخرى للمشتقات المالية عقود المستقبلات وعقود المبادلة (كما سنرى في فصل أسواق المشتقات المالية).

4.1. وظائف السوق المالية:

أشرنا سابقاً إلى أن الأصول الحقيقية تحدد ثروة المجتمع بينما تمثل الأصول المالية حقوقاً على أصول حقيقية. وفي جميع الأحوال تقوم الأصول المالية و الأسواق التي يتم تداولها فيها بدور هام في الاقتصاديات المتقدمة. باختصار تسمح لنا الأصول المالية المتوفرة في الأسواق المالية من الاستفادة القصوى من الأصول الحقيقية في الاقتصاد وذلك من خلال:

1. تخصيص الموارد: تؤدي الأسواق المالية في الأنظمة الرأسمالية دوراً هاماً في تخصيص الموارد الرأسمالية حيث يكون للمستثمرين الدور الأكبر في تحديد أي من الشركات سيستمر وأي منها سيختفي. فالمستثمرون يقبلون على شراء أسهم الشركات التي يعتقدون أن أداؤها سيكون متميزاً في المستقبل مما يرفع أسعار أسهمها و يجعل من السهل على إدارات هذه الشركات تأمين أموال إضافية لتمويل مشاريعها المستقبلية من خلال إصدار أسهم أو الاقتراض للإنفاق على أبحاثها العلمية أو بناء مصانع إضافية و توسيع أعمالها. بينما يُحجم المستثمرون عن شراء أسهم الشركات التي يتوقعون تراجع أداؤها المستقبلي مما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها و مما يضطر هذه الشركات إلى تقليص عملياتها و الخروج من السوق شيئاً فشيئاً. يؤخذ على طريقة تخصيص السوق المالية للموارد هذه أنها قد تكون مهددة للموارد أحياناً. فبعض الشركات قد تلقى إقبالا واسعاً من المستثمرين لفترة قصيرة فترتفع أسعار أسهمها ثم ما تلبث أن تفشل خلال فترة قصيرة، لكن هذا جزء من عدم التأكد المرتبط بالاقتصاد حيث لا يمكن تجنبه لأنه لا أحد يستطيع التنبؤ بشكل أكيد أي من الشركات ستنجح و أيها سيفشل. تشجع السوق المالية على توجيه الاستثمارات نحو المشاريع التي تبدو ناجحة لحظة اتخاذ القرار بالاستثمار عبر عدد

كبير من المحللين الماليين الذين يحللون أداء الشركات المختلفة و يقدمون نصائحهم بالاستثمار من عدمه. وهنا تعكس أسعار الأسهم إجماع المحللين حول الأداء المستقبلي المتوقع لهذه الشركات.

2. تنظيم الاستهلاك: تساعد الأسواق المالية على الفصل بين قرارات الاستهلاك الحالية و مستوى الدخل الآتي. حيث يتوفر لدى عدد من الأشخاص دخل يزيد عن حاجتهم بينما ينفق آخرون (ومنهم المتقاعدون) أكثر من دخولهم. و السؤال الذي يطرح نفسه هو كيف تستطيع نقل قوتك الشرائية من الفترات التي تحقق فيها دخلاً مرتفعاً إلى الفترات التي ينخفض فيها دخلك؟ إحدى تلك الطرق هي الاحتفاظ بتلك القوة الشرائية في أصول مالية بحيث تستثمر مدخراتك في أصول مالية كالأسهم و السندات في الفترات التي يرتفع فيها دخلك و عندما ينخفض دخلك تستطيع بيع تلك الأوراق المالية لتلبية حاجاتك الاستهلاكية. إن هذه العملية تمكنك من التحكم بمستويات استهلاكك مما يحقق لك مستويات أعلى من الرفاه.

3. توزيع المخاطر: تتيح الأسواق المالية للمستثمرين اختيار الاستثمارات التي تتناسب مع مستويات المخاطرة التي يفضلونها كما تمنحهم فرصة توزيع المخاطر على عدد كبير من الأصول المالية. فعلى سبيل المثال عندما تصدر شركة "تويوتا" أسهماً و سندات لتمويل إقامة مصنع سيارات يستطيع المستثمرون أصحاب الميل الأكبر للمخاطرة شراء الأسهم بينما يقبل المستثمرون الأقل حُباً بالمخاطرة إلى شراء السندات نظراً لأن السندات تعطي دخلاً ثابتاً بينما يحصل حملة الأسهم على عوائد أعلى نظير تحملهم مخاطر استثمارية أكبر.

إن ميزة توزيع المخاطر التي توفرها السوق المالية لا تصب فقط في مصلحة المستثمرين بل تفيد أيضاً الشركات الراغبة في تمويل استثماراتها حيث إن إقبال

المستثمرين على شراء الأوراق المالية التي تناسب مستويات المخاطر التي يرغبون في تحملها تتيح إمكانية بيع مختلف الأوراق المالية بأفضل الأسعار الممكنة والتي تتحول إلى أصول حقيقية مما يزيد الطاقة الإنتاجية للاقتصاد.

4. إقامة الشركات كبيرة الحجم (الفصل بين الملكية و الإدارة) :

في سياق تعدد أشكال الادارة و تنوعها، كانت تتم إدارة كثير من الشركات من قبل الملاك أنفسهم. هذا الشكل من الادارة هو الشكل الأكثر ملاءمة للشركات الصغيرة و الأكثر شيوعا خلال المرحلة التي سبقت الثورة الصناعية. أما في الوقت الحاضر ومع الاتجاه نحو عولمة الأسواق و الإنتاج الكبير لم يعد هذا الشكل ملائما، و برزت الشركات كبيرة الحجم. فعلى سبيل المثال كانت قيمة الأصول الثابتة لشركة "جنرال اليكتريك" عام 2008 حوالي 80 بليون دولار فيما بلغ إجمالي أصول الشركة 840 بليون دولار. و من المعروف أن هذا الحجم من الشركات يستحيل توفره في شكل شركة فردية مملوكة من شخص أو عدة أشخاص. حيث يبلغ عدد مساهمي شركة جنرال اليكتريك حوالي 650 ألف مساهم .

و من الطبيعي أن هذا العدد الكبير من المساهمين لا يستطيعون أن يساهموا جميعا في عملية إدارة الشركة لذا ينتخبون مجلس إدارة يتولى تعيين إدارة للشركة. هذه الهيكلية تعني أن ملاك الشركة لا يتولون إدارتها وهذا يعطي الاستقرار لهذا النوع من الشركات و الذي لا يتوفر في الشركات الفردية. فعلى سبيل المثال، لو رغب أحد المستثمرين في بيع حصته في الشركة فإنه يستطيع بيع أسهمه في السوق المالي دون أن يترك ذلك أثراً في إدارة الشركة .

إن انفصال الملكية عن الإدارة يثير مشكلة الوكالة المتمثلة بالتعارض المحتمل في المصالح بين إدارة الشركة وبين مساهميها. فعلى سبيل المثال ربما ينشغل مدراء

الشركة في بعض الأنشطة التي لا تحقق أهداف المستثمرين كأن يهتموا في إقامة مبان إدارية فخمة أو أن يتجنبوا الدخول في مشاريع خطيرة وذلك لحماية مراكزهم الوظيفية أو أن ينفقوا ببذخ على تنقلاتهم (طائرات خاصة، فنادق فخمة،....) طالما أن هذه المصاريف يتحملها المساهمون.

إن السوق المالية توفر إحدى الآليات التي تضمن توحيد مصالح الطرفين من مساهمين و إدارة عبر التهديد بخطر الاستحواذ. فإذا لاحظت إحدى الشركات أن شركة ما يتراجع أداؤها، و ينخفض سعر سهمها، عندها ستُقدّم على الاستحواذ عليها و استبدال إدارتها مما سيؤدي إلى تحسن أدائها. ومن الآليات الأخرى لتوحيد المصالح ما بين الطرفين استخدام حوافز مناسبة للمدراء أو استبدال مجلس الإدارة عبر التصويت في الجمعية العمومية مما يأتي بمجلس إدارة جديد أكثر حزماً مع المدراء.

5. الدور المعلوماتي للأسواق المالية (حوكمة الشركات و أخلاقيات الإدارة):

حتى تستطيع السوق المالية القيام بدورها في التخصيص الكفء للموارد ينبغي أن يتوافر قدر كاف من الشفافية للمستثمرين حتى يتمكنوا من اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة. أما إذا استطاعت الشركات المدرجة في السوق خداع المستثمرين ببيانات مغلوطة عن أدائها المستقبلي فإن الكثير من قرارات المستثمرين ستصبح خاطئة و ستفشل السوق في تخصيص الموارد بشكل مناسب.

هنا ينبغي على إدارة السوق المالي القيام بدورها في تأمين وصول المعلومات المتعلقة بالشركات إلى المستثمرين بشفافية وصدق بحيث يصبح السوق المالي مصدراً لهذه

المعلومات الصحيحة وذلك من خلال إصدار قوانين حوكمة الشركات (قانون ساربونس-أو كسلي في الولايات المتحدة الأمريكية في العام 2002)*.

6. تمويل الشركات

تساعد السوق المالية الشركات المساهمة على تمويل أنشطتها المتنوعة و توسعاتها المحتملة من المستثمرين عبر إصدار أوراق مالية بآجال مختلفة . فالسوق النقدي، على سبيل المثال، يتيح للشركات فرصة الاقتراض لفترات قصيرة بينما يوفر سوق رأس المال للشركات فرصة الحصول على المال لفترات طويلة الأجل تساعد على تمويل الأنشطة التوسعية للشركة.

7. توفير السيولة للمستثمرين:

ينبغي ألا ننسى هنا الدور التقليدي للسوق المالي في تأمين السيولة للمستثمرين عبر البيع السريع و بأقل قدر من الخسارة أو بربح لمن يرغب في التخلص من أسهمه. مما يجذب أعدادا متزايدة من المستثمرين إلى السوق و يخلصهم من عناء الانتظار والبحث عن مشترٍ حال غياب هذه السوق.

وتزداد أهمية هذه الوظيفة لدى المضاربين الذين يرغبون بتحقيق ربح سريع من تداول الأوراق المالية دون الاحتفاظ بها لفترات طويلة حيث يبحثون عن الأسهم التي تكون سيولتها مرتفعة (أحجام تداولها مرتفعة نسبياً) بما يتيح لهم فرصة تحقيق ربح سريع خلال فترة وجيزة.

* جاء قانون ساربونس - أو كسلي ردا على الفضائح المحاسبية المتتالية التي تورطت بها شركات عدة مثل ووردكوم و انرون ما بين عامي 2000 و 2002، حيث ألزم الشركات المساهمة اتباع إجراءات تحد من الغش والتلاعبات المحاسبية كتحميل المدراء المسؤولية القانونية عن الأخطاء المحاسبية، و زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، و فرض قيود إضافية على شركات مراجعة الحسابات.

5.1. التصنيفات الأساسية للأسواق المالية:

إن التنوع في تصنيفات الأسواق المالية يسهم في تلبية الحاجات المختلفة للمستثمرين. فعلى سبيل المثال يرغب بعض المستثمرين في توظيف أموالهم لفترات زمنية قصيرة بينما يفضل آخرون استثمار أموالهم لفترات زمنية أطول. ويميل بعض المستثمرين نحو استثمارات عالية الخطورة يتجنب مستثمرون آخرون الأوراق المالية الخطرة. و بالطريقة نفسها تفضل بعض الشركات تمويل أنشطتها عبر إصدار أسهم بينما تفضل شركات أخرى السندات. لذا توجد أنواع مختلفة من الأسواق المالية لكل منها خصائصه ومميزاته لجهة الآجال و طريقة التداول:

1- سوق النقد و سوق رأس المال:

تصنف الأسواق المالية عادة بحسب آجال استحقاق الأوراق المالية المتداولة فيها إلى أسواق نقد و أسواق رأس مال. فالأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل تدعى أسواق نقد، بينما يطلق على الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل أسواق رأس المال. و تأتي سوق العملات الأجنبية و سوق المشتقات المالية ضمن سوق الأوراق المالية قصيرة الأجل.

2- الأسواق الأولية و الأسواق الثانوية:

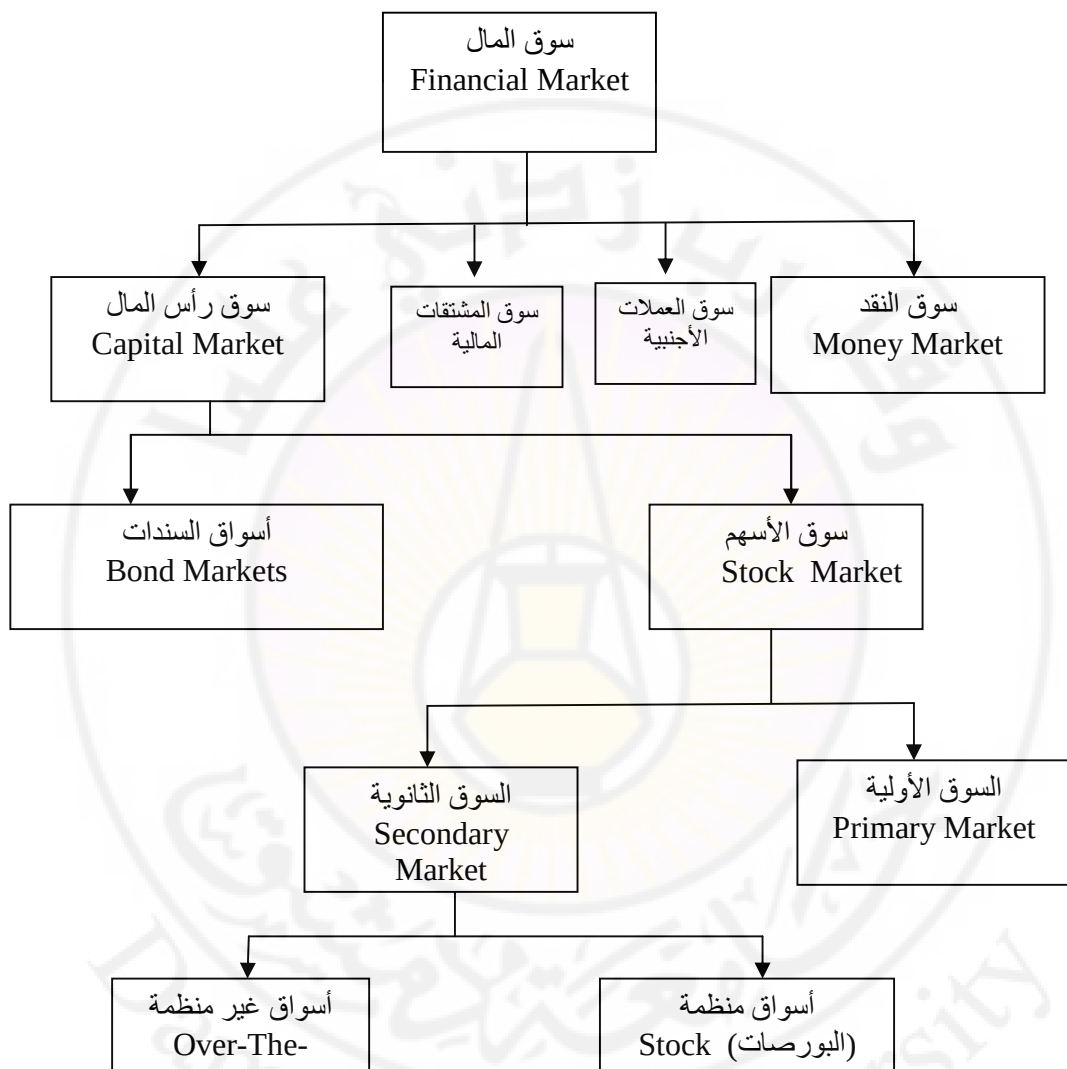
ينبغي التمييز بين الصفقات التي تتم في السوق الأولية وتلك التي تتم في السوق الثانوية سواء تحدثنا عن أسواق النقد أم عن أسواق رأس المال. حيث تتم في السوق الأولية الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية. أما في السوق الثانوية فيتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة سلفاً مما يسهل انتقال الملكية بين المستثمرين. لذا فإن السوق الأولية تنقل الأموال إلى المصدر الأولي للأوراق المالية (الشركات) أما السوق الثانوية

فلا توصلها إلى الشركات، لذلك فإن إصدار أسهم أو أذونات خزانة هو صفقة سوق أولية أما بيع أوراق مالية مصدرة سلفاً فهو صفقة سوق ثانوية بين مستثمر وآخر.

3- الأسواق المنظمة (المزادات) و الأسواق غير المنظمة (التجار):

في الأسواق المنظمة يوجد قاعة لتداول الأوراق المالية كما في سوق دمشق للأوراق المالية. أما الأسهم غير المدرجة في السوق المنظمة (البورصة) فيتم تداولها في السوق غير المنظمة. و ينبغي على السماسرة في السوق المنظمة شراء مقعد لهم في السوق و يتقاضون عمولة من المستثمرين نظير خدماتهم..و تختلف السوق غير المنظمة عن السوق المنظمة في أنها لا تملك قاعة تداول بل يتم إبرام جميع الصفقات عبر شبكات اتصال، لذلك لا يحتاج السماسرة لشراء مقعد لهم في السوق غير المنظم بل يكفي أن يسجلوا أنفسهم كسماسرة لدى هيئة الأوراق المالية.

تخضع الشركات المدرجة في السوق المنظمة لقواعد إدراج صارمة كتحديد الحد الأدنى لعدد الأسهم المصدرة. مما يوفر قدراً كافياً من السيولة، و حداً أدنى من الأرباح، والتدفقات النقدية لفترة زمنية معينة. تلزم بورصة نيويورك الشركة المدرجة أن لا تقل القيمة الاسمية للسهم عن دولار واحد. وتتقاضى إدارة البورصة عمولة إدراج للشركات الراغبة في الإدراج في السوق و يعتمد مبلغ هذه العمولة على حجم الشركة. ويتطلب الإدراج في السوق غير المنظمة أيضاً الالتزام بقواعد إدراج معينة لكنها أقل صرامة من السوق المنظمة.



أما أكبر أسواق الأسهم المنظمة فهو سوق نيويورك الذي يسيطر على 80 بالمائة من صفقات الأسواق المنظمة في الولايات المتحدة الأمريكية ويتم فيه تداول أسهم عدد كبير من الشركات تصل إلى 5 ملايين سهم لبعض الشركات في اليوم الواحد. ومن الأمثلة الشائعة على السوق غير المنظمة سوق ناسداك. حيث تعتبر أكبر الأسواق غير المنظمة و يتم فيها تداول ما يقارب من خمسة آلاف سهم أغلبها لشركات صغيرة الحجم لكن يوجد بها أسهم لشركات كبرى مثل إنتل و آبل. كما أن عمولات الصفقات كنسبة مئوية من قيمة الصفقة، أعلى في "ناسداك" منها في "بورصة نيويورك و أميكس".

وبغرض الاستفادة من توحيد القوانين النازمة للأسواق المالية في الاتحاد الأوروبي أعلنت ثلاث بورصات (بورصة امستردام، بورصة باريس و بورصة بروكسل) اندماجها في العام 2000 لتشكيل ما أصبح يعرف ببورصة يورونيكتست ثم مالبت أن اتسعت لتغطي ست دول ولتجري عمليات تداول ليس فقط بالأسهم بل بالمشتقات المالية أيضاً. ثم اندمجت بورصتا نيويورك و بورصة يورونيكتست في العام 2007 ليكونا أكبر بورصة عالمية وأصبح اسمها بورصة نيويورك يورونيكتست " NYSE Euronext Group " تضم أكثر من 8000 شركة مدرجة منها كبريات الشركات الأمريكية المدرجة ببورصة نيويورك وأكثر من 1700 شركة من 6 دول أوروبية كانت تضمهم يورونيكتست.

في العام 2008 انضمت بورصة أميكس "AMEX" إلى " NYSE Euronext Group " لتصبح بذلك بورصة نيويورك يورونيكتست قد استحوذت على أكثر من 85% من الشركات الأمريكية وعلى 2000 شركة أوروبية من 6 دول مختلفة مع توفر إمكانية التداول من أي سمسار يتعامل مع السوق الأمريكي.

تعتبر بورصة نيويورك يورونيكست أكبر مثال على سوق منظم له مقر ويتم التعامل فيه يدوياً وآلياً في ست دول وتحتوي وحدها على ما يربو على 10 آلاف شركة أمريكية وأوروبية ولا يقتصر التداول فيها على الأسهم بل يشمل أيضاً المشتقات المالية من خيارات وعقود مستقبلية.

6.1. حالة عملية (هيكل السوق المالي في سورية)

تتكون السوق المالية في سورية من ثلاث جهات رئيسة هي:

أ. هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية:

هي هيئة نازمة لعمل الأسواق المالية ترتبط برئيس مجلس الوزراء وتمتع بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي والإداري، وتسعى إلى تنظيم وتطوير الأسواق المالية والأنشطة والفعاليات الملحق بها بما يضمن تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية، ويساهم في الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية، وحماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب. وكذلك تهدف إلى تشجيع النشاط الادخاري والاستثماري بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.

و تكون الهيئة هي الجهة المسؤولة عن إصدار التعليمات، والقيام بكافة الوظائف الكفيلة بتحقيق أهدافها ولها في سبيل ذلك تنظيم الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية ومراقبته وتنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبة الأسواق المالية وكذلك أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها من الشركات المصدرة للأوراق المالية وشركات الخدمات والاستشارات والوساطة المالية المرخص لها ومصارف وشركات الاستثمار، وصناديق الاستثمار المشترك المرخص لها، وشركات ومكاتب المحاسبة والتدقيق المعتمدة.

ب. سوق دمشق للأوراق المالية:

و هي مؤسسة ذات استقلال مالي وإداري تتمتع بالشخصية الاعتبارية، و هي السوق الثانوية التي يتم فيها تداول أوراق مالية تم إصدارها سابقا في السوق الأولي. وتهدف سوق دمشق للأوراق المالية إلى توفير المناخ المناسب لتسهيل عملية استثمار الأموال و توظيفها و تأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم و العادل للأوراق المالية.

تتمثل مهام سوق دمشق للأوراق المالية في وضع إجراءات وأساليب عمل كفيلة بضمان تداول كفؤ و شفاف و وضع معايير مهنية لشركات الخدمات و الوساطة المالية والتحقق من قوة المراكز المالية لشركات الخدمات و الوساطة المالية ومتانتها وكذلك توفير قواعد و إجراءات سليمة و سريعة ذات كفاءة من أجل نقل ملكية الأوراق المالية، و بالتالي إمكانية شراء الأوراق المالية وبيعها بسرعة كبيرة.

تقسم سوق دمشق للأوراق المالية حالياً إلى :

سوق نظامي: يتم فيه تداول أسهم الشركات التي تحكمها شروط إدراج خاصة، سوق موازي: و يقسم إلى سوقين: مواز أ و مواز ب، و يتم فيهما تداول أسهم شركات تحكمها شروط تتماشى مع طبيعة كل من هذين السوقين.

ويمكن أن تضم مستقبلاً سوق سندات بحيث يتم فيها تداول السندات الحكومية وأسناد القرض للشركات المساهمة الخاصة

ت. مركز المقاصة و الحفظ المركزي:

ويتبع هذا المركز لسوق دمشق للأوراق المالية، و يهدف إلى إيداع الأوراق المالية وتسجيلها، ونقل ملكيتها، من خلال التبادل الحاصل أثناء جلسات التداول في السوق.



الفصل الثاني : سوق الأسهم



1.2. مفهوم الأسهم وإصدارها

1.1.2. مفهوم الأسهم:

عندما تتأسس شركة لأول مرة يوظف المؤسسون أموالهم في مشروع جديد كما أنهم قد يدعون أفراداً من عائلاتهم وأصدقائهم لاستثمار أموالهم في حصص في المشروع الجديد. يطلق على تلك الحصص ما يسمى سهم خاص (Private Equity) ولا يستطيع حينها مالك السهم الخاص بيعه لجمهور المستثمرين إلا بشروط خاصة. كما قد يلجأ المؤسسون إلى الاقتراض لتأمين ما تتطلبه مشروعاتهم من تمويل لكن فرصهم في الحصول على التمويل المنشود تزيد كلما زادت رؤوس الأموال المستثمرة. ومع عمل المشروع يعتمد أصحاب المشروع إلى احتجاز جزء من أرباح المشروع لإعادة استثمارها مما يزيد من رأس مال المشروع.

يحلم كثير من مؤسسي تلك الشركات الخاصة في تحويلها إلى شركات مساهمة عامة لما يوفره لهم التحول من أموال ضخمة تعزز فرص نمو الشركة. كما أنهم قد يسعون من خلال التحول إلى استرجاع جزء من استثماراتهم (Cash-out) عبر بيعها للمستثمرين الجدد، لكن التحول إلى شركة مساهمة عامة لا يتم بالعادة إلا عند الحاجة إلى أموال ضخمة (50 مليون دولار مثلاً على الأقل في أمريكا). كما أن طرح الأسهم للجمهور لن يكون مجدياً إلا إن كان بيع الأسهم لعدد كبير من المستثمرين بما يخلق سوقاً ثانوية نشطة للسهم*. أما إن كانت السوق غير نشطة فإن المستثمرين الجدد قد يضطروا إلى بيع أسهمهم لاحقاً بخسارة كما لو أنها غير مدرجة مما يعارض الهدف

* وهي مشكلة تعاني منها كثير من الشركات المدرجة في بورصة دمشق لا سيما المصارف حيث إن نسبة هامة من أسهم المصارف الخاصة يمتلكها مستثمرون أجانب لا يتم تداولها في السوق المالية مما يقلل نشاط السوق المالية.

من تحولها إلى شركة مساهمة عامة. كما أن هناك العديد من المصاريف الثابتة المترافقة مع التحول إلى شركة مساهمة عامة مما يجعل من غير المجدي إصدار عدد قليل من الأسهم.

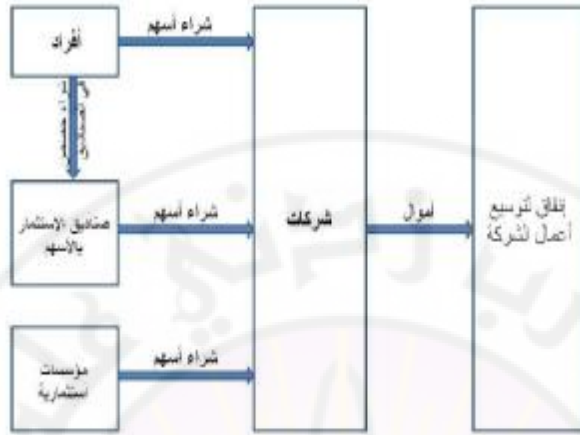
وحتى إن كانت الشركة ترغب ببيع أسهم تزيد قيمتها عن الخمسين مليون دولار للجمهور كما أشرنا، فإنها قد لا تملك سجلاً كافياً من الأداء الجيد الذي يمكنها من الحصول على الأموال عبر عدد كبير من المستثمرين. لذلك تلجأ تلك الشركات إلى المستثمرين الأثرياء و صناديق التقاعد للحصول على التمويل المطلوب فيما يسمى (Venture Capital). ويتسم هذا التمويل بطول الأجل حيث يلتزم الممول بإبقاء استثماره في الشركة لمدة طويلة تتراوح بين 5 إلى 10 سنوات و لا يسمح لهم بسحب استثماراتهم قبل نهاية تلك المدة. وقد ساهم هذا الشكل من التمويل في عدد من الشركات التي تحولت لاحقاً لتصبح شركات مساهمة عامة ناجحة جدا منها شركة "مايكروسوفت وآبل و أوراكل".

كما قد تلجأ الشركات الخاصة إلى صناديق الأسهم الخاصة (Private Equity Funds) للحصول على التمويل المطلوب. يستثمر في هذه الصناديق مؤسسات كصناديق التقاعد، و شركات التأمين، كما قد تلجأ هذه الصناديق إلى الاقتراض لتمويل استثماراتها. وعلى النقيض من (Venture Capital)، فإن صناديق الأسهم الخاصة لا تكتفي بالاستثمار في الشركة بمبالغ محدودة بل تستثمر فيها بنسب كبيرة و تتولى إدارتها كما تتقاضى مقابل إدارتها نصيباً من الربح. ونظراً لأنها تملك حصة أغلبية في تلك الشركات فإنها تدير تلك الشركات وتعيد هيكلتها بالشكل الذي تراه مناسباً. فإن نجحت في تحسين أداء تلك الشركات فإنها تحقق ربحاً من بيعها لمستثمر آخر في وقت لاحق. كما أنها قد تبيع حصتها في الشركة عبر طرح أولي لعدد كبير من المساهمين.

عندما ترغب الشركة بالتحول إلى شركة مساهمة عامة فإنها تبيع أسهمها للجمهور في السوق الأولية وتحصل عندها على الأموال المطلوبة. لهذا التحول تأثيران هامان: الأول أنه يغير هيكل ملكية الشركة بزيادة عدد المالكين، أما الثاني فإنه يغير هيكل رأس المال بزيادة نصيب الأسهم (الملكية) مقابل الدين. بما يتيح للشركة سداد جزء من الدين أو توسيع عملياتها أو كليهما.

إن السهم هو عبارة عن شهادة تمثل ملكية جزئية (Partial Ownership) في الشركة، تصدره الشركة في السوق الأولية للحصول على أموال طويلة الأجل. إن مشتري السهم (المساهم) يصبح شريكاً في الشركة لا دائماً (مقرضاً) كما في حالة القروض. وتجذب الأسهم الكثير من المساهمين الراغبين في امتلاك حصة في الشركة دون الانشغال بإدارتها. وتعطي الأسهم المساهمين ميزة الاستفادة من الزيادة (النمو) في قيمة أسهم الشركة بما لا توفره القروض للمقرضين إلا أنها قد تعرضه أيضاً لخسائر كبيرة كما حصل في مناسبات عديدة لشركات كثيرة.

يظهر الشكل التالي (شكل رقم 2) الكيفية التي تسهل بها الأسواق المالية انتقال الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز عندما تصدر الشركة أسهما جديدة لتمويل توسعها. وهكذا تتيح أسواق الأسهم للشركات زيادة إنفاقها، وبالتالي تمويل النمو الاقتصادي. وقد يستثمر (يشترى) في تلك الأسهم الأفراد مباشرة أو بشكل غير مباشر عبر شراء حصص في صناديق الاستثمار التي يقوم مدراءها بعد ذلك بالاستثمار في الأسهم. كما تستثمر مؤسسات (مساهمون مؤسسات) كصناديق التقاعد وشركات التأمين في أسهم الشركات للاستفادة من أرباح تلك الشركات أيضاً.



شكل رقم 2: كيفية تسهيل السوق المالية حركة الأموال

2.1.2. أطراف سوق الأسهم

يمكن تصنيف المستثمرين في سوق الأسهم إلى مستثمرين أفراد ومستثمرين مؤسسات. غالبا ما يتجاوز استثمار المساهمين الأفراد في كبرى الشركات المساهمة 50% من أسهم الشركة. ونظرا لأن استثمار كل مساهم بمفرده هو استثمار صغير فإن ملكية الشركة موزعة على عدد كبير من صغار المساهمين.

يمكن تلخيص المساهمين من المؤسسات في سوق الأسهم بالشكل التالي (شكل رقم 3). ونظرا لأحجام الملكية الكبيرة للمستثمرين من المؤسسات فإن إقبال هذه المؤسسات على عمليات الشراء أو البيع يؤثر بشكل كبير على أسعار الأسهم. لدى المستثمرين من المؤسسات قدرة وموارد أكبر تمكنهم من مراقبة الشركات المساهمة كما أن الشركات المساهمة تحرض على الاستجابة لنصائح مساهميها من المؤسسات للإبقاء عليهم كمستثمرين في الشركة. يمتلك المساهمون من المؤسسات ملايين الأسهم في

شركة واحدة مما يجعلهم يملكون وقتا كافيا لضمان عمل المدراء لتحقيق مصالح المساهمين.

لا تساهم المؤسسات المالية في سوق الأسهم فقط عبر استثمار الأموال بل أيضا عن طريق طرح أسهمها في السوق. كما أن كثيرا من صفقات السوق تتم بين مؤسستين ماليتين. فعلى سبيل المثال قد تشتري شركة تأمين أسهم مطروحة حديثا لأحد البنوك التجارية. كما أن شركة التأمين قد تبيع هذا السهم يوما ما في السوق الثانوية لصندوق استثماري أو صندوق تقاعد.

نوع المؤسسة المالية	دورها في سوق الأسهم
البنوك التجارية	Ø إصدار أسهم Ø إدارة محافظ استثمارية للعملاء
بنوك استثمار	Ø الاستثمار في الأسهم لحفظتها الاستثمارية Ø التعهد بتغطية الإصدارات الجديدة Ø تقديم النصح والمشورة بشأن الإصدارات الجديدة
الشركات المالية	Ø إصدار أسهم
صناديق الاستثمار بالأسهم	Ø تستخدم المتحصلات من بيع وحداتها الاستثمارية في شراء الأسهم
شركات الوساطة المالية	Ø إصدار أسهم Ø تعرض أسهم شركات جديدة للبيع Ø تقدم النصح للشركات والأفراد الراغبة في شراء أسهم شركات أخرى Ø تنفذ أوامر بيع وشراء الأسهم
شركات التأمين	Ø إصدار أسهم Ø استثمار نسب كبيرة من قيمة أقساط التأمين في سوق الأسهم
صناديق التقاعد	Ø استثمار نسب كبيرة من المساهمات التقاعدية في سوق الأسهم

شكل رقم 3: دور المؤسسات المالية في سوق الأسهم

3.1.2. الإصدار الأولي والثانوي

عندما تقرر شركة ما طرح أسهمها للمرة الأولى للاكتتاب العام من أجل الحصول على أموال يسمى هذا الطرح بالطرح الأولي (Initial Public Offering). يستخدم الطرح الأولي ليس فقط من أجل توفير أموال إضافية بل أيضا من أجل إعادة أو تسهيل (Cash-out) جزء من استثمارات المؤسسين. ربما تحتاج الشركة المساهمة العامة لأموال إضافية لدعم نمو الشركة عندها ستعمل على إصدار أسهم إضافية فيما يسمى الطرح الثانوي (Secondary Offering). كما قد تطرح الشركة عددا من الإصدارات الثانوية.

أ. الإصدار الأولي:

نظرا لأن الشركات التي تعتمد إلى الطرح الأولي هي في الغالب شركات غير معروفة من قبل المستثمرين فإنه يتوجب على تلك الشركات تقديم معلومات مفصلة عن أنشطتها و مركزها المالي. عادة ما تستأجر الشركة الراغبة في التحول إلى شركة مساهمة عامة خدمات بنك استثمار أو شركة وساطة مالية متخصصة بتقديم خدمات استثمارية لتتولى مهمة إدارة الإصدار التي تتضمن إعداد نشرة الإصدار و تسعير الإصدار و من ثم بيع الإصدار.

إعداد نشرة الإصدار: ينبغي على الشركة الراغبة في التحول إلى شركة مساهمة عامة، قبل الطرح الأولي بعدة أشهر وبالتعاون مع مدير الإصدار، إعداد نشرة الإصدار وتقديمها لهيئة الأوراق المالية. تحتوي نشرة الإصدار معلومات تفصيلية عن الشركة بما فيها قوائمها المالية و دراسة المخاطر التي تتعرض لها الشركة. تهدف هذه النشرة إلى تزويد المساهمين المحتملين بالمعلومات الضرورية لاتخاذ قرار الاستثمار. (ففي الولايات

المتحدة على سبيل المثال ينبغي أن تقرر هيئة الأوراق المالية خلال 30 يوما فيما إذا كانت النشرة كاملة أو أنها بحاجة إلى تعديلات).

تسعير الإصدار: ينبغي أن يحدد مدير الإصدار سعر الإصدار الذي ستباع بناءً عليه عند طرحها الأولي. إن السعر الذي يرغب المستثمرون بدفعه لشراء السهم يعتمد على ظروف السوق و الصناعة. فإن كانت أسعار أسهم الشركات المنافسة مرتفعة (بالنسبة لمبيعاتها أو أرباحها) فإن السعر الذي سيعطى للسهم عند تسعير الإصدار سيكون مرتفعاً أيضاً.

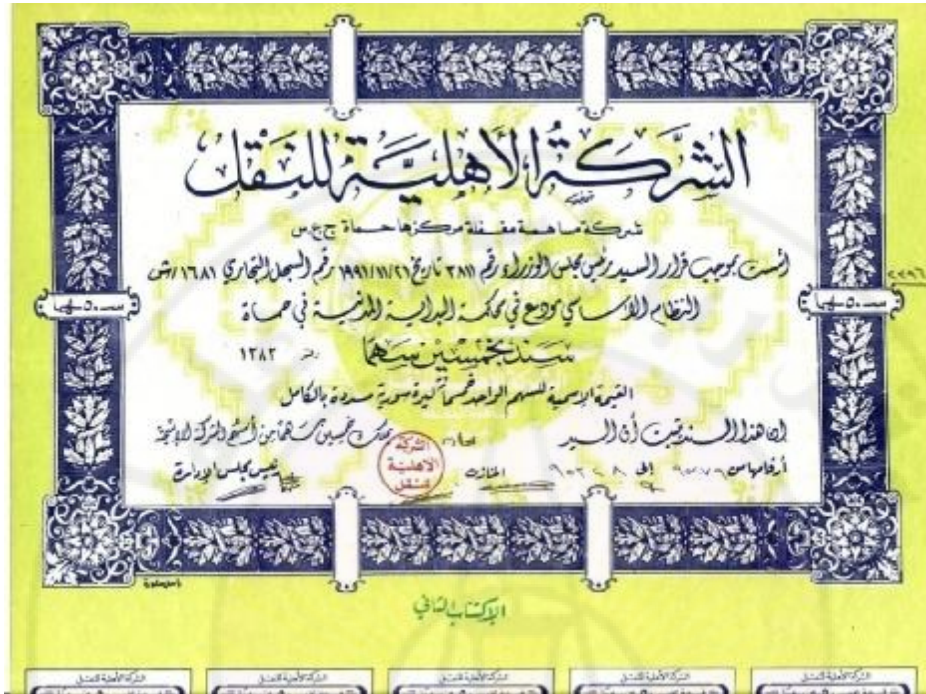
قبل أن يتم طرح الأولي، تحاول الشركة استطلاع السعر الذي يرغب المستثمرون بدفعه لشراء السهم وغالباً ما يتم ذلك خلال ما يسمى ب (Road Show)، حيث يستكشف مدير الإصدار سعر الإصدار المناسب و عدد الأسهم الذي يرغب المستثمرون، لاسيما من المؤسسات، شراءه. وتسمى هذه العملية بتعبئة الدفتر (Bookbuilding). و بنتيجة هذا الاستطلاع و تعبئة الدفتر يتم تحديد سعر الإصدار المناسب.

تخصيص أسهم الإصدار الأولي: قد يعتمد مدير الإصدار على مجموعة من الشركات المالية تسمى تجمع (Syndicate) للمساهمة في توزيع الإصدار و يتقاسم معها أتعاب الإصدار. في بعض الدول تتصل كل شركة مالية مشتركة في التجمع بالمستثمرين المؤسسيين لتبلغهم بالإصدار و من ثم تبيعهم جزءاً من الإصدار لأنهم غالباً ما يشترون كميات كبيرة . كما قد تعرض الإصدار على شركات الوساطة التي قد تبيعها للمستثمرين الأفراد. وفي دول أخرى يتم البيع مباشرة للجمهور دون تفضيل للمستثمرين من المؤسسات ثم يتم التخصيص بحد أقصى لكل مساهم.

غالباً ما يتم طرح الإصدارات الأولية في فترات ارتفاع السوق عندما يكثُر الراغبون في شراء الأسهم الجديدة. و تكون أسعار الأسهم عادة مرتفعة في تلك الفترات لذا تحاول الشركات المصدرة الاستفادة من تلك الأسعار. فعلى سبيل المثال كانت أحجاماً لإصدارات الأولية في الولايات المتحدة الأمريكية مرتفعة في الفترة من 2004 وحتى 2007، و بنتيجة الأزمة المالية في عام 2008 تراجعت حجوم الإصدارات الأولية كما سحب العديد من الشركات طلباتهم بإصدار أسهم جديدة لتخوفهم من احتمال بيعها بأسعار منخفضة. كما أن سوء الأوضاع الاقتصادية قللت من حاجة تلك الشركات إلى توسيع أعمالها و ألزمتها تخفيض النفقات. لذا قررت تأجيل إصداراتها الجديدة إلى وقت تتحسن فيه الظروف الاقتصادية و ترتفع فيها أسعار الأسهم.

ب. الإصدار الثانوي

الإصدار الثانوي هو طرح أسهم جديدة من قبل شركة مساهمة عامة أسهمها متداولة في السوق. تلجأ الشركات المساهمة إلى الإصدار الثانوي من أجل تأمين التمويل اللازم لتوسيع أنشطتها. ينبغي على الشركة الراغبة بالطرح الثانوي تقديم طلب لأجل بيع الإصدار الثانوي في السوق تقدمه لهيئة الأوراق المالية. وعادة ما تستعين بخدمات شركات الوساطة المالية لتقدم لها النصح بخصوص حجم الإصدار، و إعداد نشرة الإصدار، و بيع الأسهم الجديدة لجمهور المستثمرين. و يظهر الشكل التالي شهادة أسهم (سند) لخمسين سهماً في الشركة الأهلية للنقل أصدرت في الإصدار الثانوي:



ونظراً لأنه يوجد سعر سوقي لأسهم الشركة التي تعد لإصدار ثانوي فإن الشركة تأمل في بيع الأسهم الجديدة بالسعر السائد نفسه في السوق لأسهمها المتداولة. عادة ما يتم بيع ملايين الأسهم في الطرح الثانوي لذا تخشى الشركات أن لا يتوافر طلب كافٍ على أسهمها وبالتالي لا تتمكن من بيع الأسهم المعروضة، لذلك قد يعتمد مدير الإصدار إلى تخفيض سعر السهم ليتمكن من بيع الأسهم الجديدة. وعادة ما يترافق طرح أسهم جديدة عبر إصدار ثانوي بانخفاض في سعر السوق بحدود 1 إلى 4 % يوم الطرح الثانوي وهو السعر الجديد الذي يلتقي عنده العرض والطلب من الأسهم.

تعلم الشركات إمكانية حدوث انخفاض في سعر السهم بفعل الطرح الثانوي لذا تراقب تحركات السوق و تفضل القيام بالطرح الثانوي عندما يكون السوق في

حالة ارتفاع، وعندما تكون التوقعات حول أداء الشركة جيدة مما يمكنها من إصدار أسهم جديدة بسعر مرتفع مما يوفر لها المزيد من الأموال ويخفض تكلفة رأس المال على الشركة.

كما قد تعطي الشركات التي تطرح أسهما جديدة في إصدار ثانوي الأفضلية في شراء أسهمها الجديدة للمساهمين القدامى بأن تمنحهم حقوق الأفضلية (Preemptive rights) لشراء الأسهم الجديدة قبل غيرهم مما يقي ملكية الشركة في أيدي المساهمين القدامى (avoids diluting ownership). يتم ممارسة حق الأفضلية عبر شراء الأسهم الجديدة في فترة الاكتتاب (مدتها شهر أو أقل) بالسعر المحدد في حق الأفضلية. كما يمكن للمساهم القديم الذي حصل على حق الأفضلية بيعه لغيره من المستثمرين حيث يصبح حق الأفضلية أصلا ماليا يمكن تداوله في السوق. ما الفرق بين حقوق الأفضلية والبيع بعلاوة إصدار؟

2.2. تقييم الأسهم

1.2.2. تقييم الأسهم

يمثل السهم حق ملكية لصاحبه في الشركة، وينطوي على عائد يتمثل في توزيعات الأرباح والأرباح الرأسمالية، والأسهم على نوعين:

(1) الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي مستند ملكية، حيث يدون في هذا السند اسم المالك ومفصل عنوانه، ويعتبر هذا السند وثيقة تثبت ملكية صاحبه في هذه الشركة أو تلك، ويتم إصداره بقيمة اسمية عند الاكتتاب برأسمال الشركة من خلال الاكتتاب العام للشركات المساهمة. و يعطي السهم العادي مالكة الحق في الحصول على توزيعات أرباح فيما لو

قررت الجمعية العمومية ذلك، كما أن لمالكه حق التصويت في اجتماعات الجمعية العمومية (صوت لكل سهم).

يمكن شراء الأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة العامة وبيعها أما الشركات المساهمة التي لا يمكن تداول أسهمها من قبل الجمهور فتسمى مساهمة خاصة. وفي معظم الشركات المساهمة الخاصة يقوم ملاك الشركة بدور هام في إدارتها. للسهم العادي قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية تتحدد كما يلي:

أ - القيمة الاسمية: وتحدد في صك تأسيس الشركة المساهمة وتدون على وثيقة السهم.
ب - القيمة الدفترية: تتحدد استناداً لحجم رأس المال والاحتياطيات والأرباح المحتجزة مقسومة على الاسهم العادية:

$$\text{رأس المال} + \text{الاحتياطيات} + \text{الأرباح المحتجزة} \\ \text{القيمة الدفترية للسهم العادي} = \frac{\text{عدد الاسهم العادية المصدرة}}{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطيات} + \text{الأرباح المحتجزة}}$$

$$\text{حقوق الملكية} \quad \text{قيمة الموجودات} - \text{قيمة المطلوبات} \\ \text{عدد الاسهم} = \frac{\text{عدد الاسهم العادية}^*}{\text{حقوق الملكية} - \text{قيمة المطلوبات}}$$

ج - القيمة السوقية:

تمثل سعر السهم في السوق وتحدد من خلال التداول و العرض والطلب.
ويوضح الجدول التالي المعلومات المتعلقة بعدد من الأسهم في سوق نيويورك:

* عند وجود أسهم ممتازة تطرح من عدد الأسهم الكلية وبالتالي يبقى الأسهم العادية فقط.

NAME	SYMBOL	CLOSE	CHG	VOLUME	52 WK HIGH	52 WK LOW	DIV	P/E	YIELD	YTD% CHG
GenCorp	GY	7.09	-0.37	375,381	13.10	6.87	...	21	...	-39.2
Genentech	DNA	91.19	-0.56	2,395,127	99.14	65.35	...	34	...	35.0
General Cable	BGC	38.74	-1.08	1,256,777	83.90	32.96	...	9	...	-47.1
General Dynamics	GD	74.92	-1.87	5,947,222	95.13	74.01	1.40	13	1.9	-15.8
General Electric	GE	25.25	-0.43	44,302,631	42.15	22.16	1.24	12	4.9	-31.9
General Mills Inc	GIS	69.61	0.76	2,322,562	72.01	51.00	1.72	19	2.5	22.1
General Motors	GM	9.76	-0.27	20,601,043	43.20	8.81	...	68	...	-60.8
Genesco	GCO	35.44	0.08	430,115	43.86	16.97	...	7	...	3.6
Genesee & Wyoming	GWR	38.97	-1.19	376,189	47.41	21.96	...	26	...	61.2
Genesis Lease ADS	GLS	10.00	-0.04	239,532	25.38	9.12	1.88	...	...	-45.7
Genuine Parts	GPC	41.62	0.15	564,795	50.97	36.94	1.56	14	3.7	-10.1
Genworth Financial	GNW	8.14	-2.44	4,820,039	32.33	3.51	0.40	7	4.9	-63.0
Georgia Gulf	GOC	3.25	-0.15	146,290	14.33	1.96	...	68	...	-50.9
Gerber Scientific	GRO	8.99	...	74,475	12.64	7.96	...	17	...	-16.8

و بالنظر إلى تلك المعلومات المرتبطة بسهم شركة "جنرال الكتريك" نلاحظ أن سهم الشركة أغلق على سعر \$25.25 متراجعا بمقدار \$0.34 عن يوم التداول السابق. كما أنه تم تداول قرابة 44 مليون سهم للشركة ذلك اليوم. و يظهر أعلى سعر (\$42.15) وأقل سعر (\$22.16) تم عليهما تداول السهم خلال السنة الماضية. كما يشير العمود الذي يليه إلى أن توزيعات الأرباح السنوية على السهم بلغت (\$1.24) أي أن التوزيعات الربعية (\$0.31) وهذا يتفق مع معدل عائد $(1.24/25.25=0.049)$ أي 4.9%.

كما تشير نسبة مكرر السعر الإيراد (سعر السهم اليوم مقسوما على ربحية السهم الواحد للعام الفائت) و المعطاة 12 إلى السعر الذي يكون المستثمر مستعدا لدفعه من أجل الحصول على دولار واحد من الأرباح. كما يشير العمود الأخير إلى أن عائد سهم شركة جنرال الكتريك قد انخفض مقارنة بالوقت نفسه من العام الماضي بنسبة 31.9%.

● القيمة الحقيقية:

تدل على القيمة الحقيقية أو العادلة لسهم ما. ويتم تحديدها بناء على عدة عوامل منها: موجودات الشركة، مبيعاتها وأرباحها، سياسة توزيع الأرباح، وغيرها من العوامل التي تساهم في تحديدها.

ويهتم المستثمر بهذه القيمة بشكل كبير، نتيجة تمثيلها للقيمة التي يجب أن يكون عليها السهم.

وغالبا ما تختلف القيمة العادلة عن القيمة السوقية للسهم، ويتبع ذلك إلى كفاءة السوق المالية، حيث تكون إما القيمة السوقية أكبر منها وبالتالي يكون السهم مقيّمًا بأكثر مما يجب (overvalued)، أو تكون القيمتان متساويتين وبالتالي السهم مقيّم كما يجب.

أما إذا كانت القيمة السوقية أقل، فإن السهم يكون مقيّمًا بأقل مما يجب (undervalued).

ويعتمد المحللون الأساسيون عادةً على طريقتين لتقدير القيمة الحقيقية للسهم العادي هما: طريقة صافي القيمة الحالية، وطريقة المضاعف.

أ - طريقة صافي القيمة الحالية:

- الحالة الأولى: فترة احتفاظ محددة.

- الحالة الثانية: فترة احتفاظ متعددة.

* قيمة السهم العادي: فترة احتفاظ واحدة: إذا كانت فترة الاحتفاظ بالسهم هي سنة واحدة، فإن القيمة الحالية للسهم العادي هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية

المتوقعة من السهم خلال سنة، وهي تتكون من توزيعات الأرباح المتوقعة خلال سنة، وسعر البيع خلال سنة.

$$P_o = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

حيث:

P_o : القيمة الحالية للسهم العادي.

D_t : التوزيعات للسهم العادي في الفترة t .

K : معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر.

P_n : سعر السهم العادي في الفترة n .

وُحسب التوزيعات المتوقعة خلال سنة D_t باستخدام المعادلة التالية:

$$D_t = D_0(1+g)$$

حيث:

D_0 : التوزيعات الحالية، وهي آخر توزيعات حصل عليها السهم.

g : معدل نمو التوزيعات المتوقع.

مثال: ماهي القيمة الحقيقية (العادلة) لسهم الشركة الأهلية للنقل إذا علمت أن

المستثمر يتوقع الحصول على توزيعات أرباح نهاية العام قدرها 80 ليرة سورية كما

يتوقع أن يبيع السهم نهاية العام بسعر 800 ليرة سورية إذا كان معدل العائد المطلوب

على السهم 5%؟

$$P_o = \frac{80}{(1+0.05)} + \frac{800}{(1+0.05)} = 838.1$$

* قيمة السهم العادي - فترة متعددة - لا نهائية: يمكن حساب القيمة الحالية للسهم العادي إذا احتفظ المستثمر بالسهم لفترة طويلة جداً، أي طالما بقيت الشركة مستمرة في العمل، ويتم ذلك من خلال اعتبار أن التوزيعات المستقبلية المتوقعة لانهائية. تحسب قيمة السهم العادي وفقاً لهذه الحالة باستخدام النموذج التالي:

$$P_o = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+k)^i}$$

ويُسمى هذا النموذج بنموذج تقييم الأسهم لفترة لانهائية. ونظراً لأن توزيعات الأرباح المستقبلية غير مؤكدة، فإن المستثمر يمكنه أن يكون افتراضات بالنسبة إلى معدل النمو المتوقع في هذه التوزيعات عبر الزمن وذلك على النحو الآتي:

- نموذج تقييم السهم العادي في حالة عدم النمو في التوزيعات:

ويقوم هذا النموذج على افتراض أن أرباح الشركة لا تنمو.

في هذه الحالة يساوي معدل النمو صفراً. ونستخدم لتقييم السهم العادي المعادلة الآتية:

$$P_o = \frac{D}{K}$$

حيث: D: التوزيعات للسهم العادي. K: معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرق المستثمر.

- نموذج تقييم السهم العادي في حالة النمو الثابت في التوزيعات:

يستند هذا النموذج إلى فرضية النمو الثابت في الأرباح الموزعة. ويمكن صياغة هذا النموذج على الشكل الآتي:

$$P_o = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_o(1+g)^t}{(1+k)^t}$$

حيث:

g : معدل النمو الثابت في التوزيعات.

- نموذج غوردن ذو النمو الثابت في التوزيعات: يعتبر هذا النموذج صيغة مبسطة للنموذج السابق، وذلك على افتراض أن معدل الخصم k أكبر من معدل النمو في التوزيعات g .

$$P_o = \frac{D_1}{K - g}$$

حيث:

$$D_1 = D_0(1+g)$$

مثال: ما هي قيمة سهم عادي إذا كانت توزيعات الأرباح المتوقعة عليه خلال عام 2 ليرة و أن هذه التوزيعات سوف تنمو بمعدل ثابت مقداره 5% خلال السنوات القادمة و أن معدل العائد المطلوب 10% ؟

$$P_o = \frac{2}{0.1 - 0.05} = 40$$

أي أن القيمة العادلة لسهم الشركة هي 40 ليرة سورية

ويؤخذ على هذه الطريقة أنها تعطي تقييماً غير دقيق لسعر السهم إذا ارتكبت أخطاء في تحديد قيمة توزيعات الأرباح أو عند تقدير معدل نمو الأرباح أو عند تحديد معدل العائد المطلوب. كما أن عيوب هذه الطريقة تتفاقم في حالة الشركات التي

تحتجز معظم أرباحها بدلا من دفعها للمساهمين كتوزيعات أرباح. فعلى سبيل المثال تحتجز معظم شركات النمو أرباحها لتمويل نموها السريع لذا لا توزع غالبا أية أرباح.

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: ومن أجل تحديد معدل الخصم k الذي هو في الوقت نفسه معدل العائد المطلوب على السهم ينبغي الاستعانة بنموذج لتسعير الأصول والذي يأتي في مقدمتها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM). يعتمد هذا النموذج على فكرة أساسية مفادها أن الخطر الوحيد و الهام الذي ينبغي التركيز عليه هو الخطر المنتظم (systematic risk) المتمثل بخطر السوق الذي ينشأ عن التحركات العامة في سوق الأسهم وهو الخطر الذي لا يمكن التخلص منه عبر تكوين محفظة متنوعة، بينما يهمل المخاطر غير المنتظمة ومنها ما هو مرتبط بالشركة نفسها لأن المستثمرين يستطيعون التخلص من هذا الخطر عبر تنويع محافظهم الاستثمارية. فعلى سبيل المثال لو ارتفعت أسعار البترول فإن الشركة البتروكيميائية ستتضرر من ارتفاع الأسعار بينما تستفيد الشركة المستخرجة للبترول. و يقرر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أن العائد على أصل ما (R_i) يتأثر بمعدل العائد المطلوب على الأصول عديمة الخطر (أذونات الخزانة) و بمعدل العائد على محفظة السوق (R_m) وبالتغاير بين عائد الأصل وعائد السوق.

$$R_i = R_f + b_i(R_m - R_f)$$

حيث تمثل (β_i) حساسية عائد الأصل للتغير في عائد السوق. ويشير النموذج إلى أن المستثمرين يطلبون عائدا أعلى على الاستثمار في سهم له مخاطرة (حساسية) أعلى مقاسة بيتا نظرا لأن السهم ذا البيتة الأعلى يزيد من مخاطرة المحفظة التي يمتلكها المستثمر.

فعلى سبيل المثال إذا كان لسهم شركة بيتا قدرها 1.2 (بعد تطبيق معادلة انحدار لتحديد حساسية عائد السهم للتغير في عائد السوق)، وكان معدل العائد على أذونات الخزانة 6% و علاوة السوق 7% (محسوبة بناءً على سلسلة بيانات تاريخية) فإن معدل العائد المطلوب على السهم (معدل الخصم) هو:

$$R_i = 6\% + 1.2(7\%) = 14.4\%$$

ب - طريقة مكرر السعر الإيراد: Price Earnings Ratio:

إن مكرر سعر السهم الإيراد هو عبارة عن العلاقة بين سعر الإقفال للسهم في اليوم الذي يجري فيه حساب المكرر وبين ربحيته. ويمكن استخدام مكرر السعر الإيراد من أجل تقييم سعر السهم وذلك من خلال ضرب متوسط مكرر السعر الإيراد للصناعة التي تنتمي إليها الشركة (محسوبة على أساس الإيراد المتوقع) بربحية السهم الواحد المتوقعة للشركة محل التقييم.

فعلى سبيل المثال لو تم تقدير ربحية السهم المتوقعة لإحدى الشركات بـ \$3 السنة القادمة، وكان متوسط قيمة المكرر المحسوبة للصناعة 15، في هذه الحالة يمكن القول إن القيمة العادلة للسهم يجب أن تكون \$45.

تعتمد فلسفة هذه الطريقة على أن الأرباح المستقبلية للشركة تقوم بدور مهم في تحديد قيمة سهمها. إلا أنه على الرغم من أهمية الأرباح للسنوات التالية إلا أن هذه الطريقة تفترض أن أرباح الشركة تنمو بالمعدل نفسهنمو الصناعة.

يؤخذ على هذه الطريقة أنها تعطي تقديرات مختلفة لقيمة السهم باختلاف تقديرات المستثمرين للربحية المستقبلية أو لحساباتهم لمتوسط مكرر السعر الإيراد للصناعة. كما أن تقديرات الأرباح المستقبلية عرضة للخطأ مما يؤثر في دقة تقييم

الأسهم. يضاف إلى ذلك أن المستثمرين لا يستخدمون أرقام الربحية نفسها، فالبعض يستخدم الأرباح التشغيلية بينما يختار آخرون الأرباح الصافية. كما قد يختلف المستثمرون حول ماهية الشركات التي تمثل الصناعة التي تنتمي إليها الشركة مما يعطي قيماً مختلفة لمتوسط مكرر السعر الإيراد للصناعة وبالتالي لقيمة السهم.

ويتمتع أصحاب الأسهم العادية بالحقوق الآتية:

أ- يعتبر مالك السهم العادي من المالكين وبالتالي يحق له الترشيح لعضوية مجلس الإدارة والانتخاب.

ب- يحق للمالك الاسهم نصيب من الأرباح الموزعة في نهاية السنة.

ج- يحق للمالك السهم في حالات الإصدار الجديدة أن يشتري الأسهم الجديدة المصدرة قبل غيره من المستثمرين وذلك للحفاظ على مركزه في الشركة وعلى التصويت وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة والحفاظ على الأرباح المحتجزة للمساهمين القدامى.

د- حرية البيع والشراء في الأسواق المالية للسهم دون أخذ موافقة باقي الشركاء على عكس شركات التضامن.

هـ- يحق للمالك الحصول على جزء من نتائج التصفية عند إفلاس الشركة وذلك بمحدود ما يملكه من الأسهم.

(2) الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة النوع الآخر من الأسهم التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية، إلا أن هذه الأسهم أقل استخداماً كأداة للتمويل، وبالتالي أقل استخداماً في التعاملات في الأسواق بالمقارنة مع الأسهم العادية.

والسهم الممتاز هو وثيقة تحمل قيمة اسمية معينة تصدره الشركات المساهمة ويمثل لحامله حصة في ملكية الشركة بمقدار يعادل قيمة السهم الممتاز إلى إجمالي الموجودات الصافية للشركة وحصة محددة من أرباح الشركة.

وبهذا فإن السهم الممتاز يتصف بما يلي:

1- الحصول على نسبة معينة من الأرباح وفي العادة قبل حصول الأسهم العادية على الأرباح في حالة تحققها.

2- الأولوية في الحصول على قيمة السهم عند تصفية الشركة قبل حملة الأسهم العادية وبالتالي فإنها تمثل حق ملكية، لصاحبها الحق في الحصول على جزء من الأرباح التي تحققه الشركة المصدرة لهذه الأسهم وبذلك فهي تتشابه مع الأسهم العادية.

كما أنها لا تحصل على عائد إذا لم تحقق الشركة أرباح حالها في ذلك حال الأسهم العادية.

إلا أن السهم الممتاز يمتاز عن السهم العادي بحصوله على نسبة معينة من الأرباح التي تحققها الشركة كنسبة معينة من قيمته الاسمية وبذلك تتماثل مع السندات في حصولها على معدل عائد معين ولكن بشرط تحقيق الشركة المصدرة للأرباح. كما يوجد عدة أنواع من الأسهم الممتازة منها المجمعدة للأرباح والمشاركة في الأرباح والقابلة للتحويل إلى أسهم عادية (تم التعرض لها في مقررات سابقة).

تقييم الأسهم الممتازة: Preferred Stock Valuation:

يتم تقييم الأسهم الممتازة بالطريقة نفسها المشار إليها عند تقييم الأسهم العادية، أي أنه يتم خصم الأرباح الموزعة بالسهم بمعدل الخصم المناسب أو العائد المطلوب

للوصول إلى القيمة الحالية لأسهم الممتازة، ولكن عند تقييم هذه الأسهم يجب الأخذ بعين الاعتبار ما يلي:

- إن توزيعات أرباح الأسهم الممتازة ثابتة لا تتغير، أي أنها لا تنمو خلال السنوات القادمة.

- إن الأسهم الممتازة ليس لها تاريخ استحقاق، وبالتالي يتم الاحتفاظ بها لفترة طويلة جداً (أبدية) Perpetuity.

وإذا أخذنا هذه الملاحظات بعين الاعتبار، فإنه يمكن حساب القيمة الحالية وفق النموذج التالي:

$$P_o = \sum_{i=1}^n \frac{D_p}{(1+k_p)^i}$$

$$أو : P_o = \frac{D_p}{K_p}$$

حيث:

D_p : التوزيعات للسهم الممتاز لفترة لا نهائية.

K_p : معدل العائد المطلوب على السهم الممتاز من طرف المستثمر.

2.2.2. العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم:

تتأثر أسعار الأسهم بثلاث مجموعات رئيسية من العوامل هي: (1) العوامل الاقتصادية، (2) العوامل المرتبطة بالسوق، (3) العوامل المرتبطة بالشركة مصدرة الأسهم.

أولاً: العوامل الاقتصادية:

ينبغي أن تعكس قيمة الشركة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية. لذا يتوجب على المستثمرين أخذ جميع العوامل الاقتصادية التي تؤثر في التدفقات النقدية للشركة بعين الاعتبار عند تقييم الشركة و تحديد فيما إذا كان سعر السهم مقيماً بأقل أو أكثر من قيمته الحقيقية.

1- تأثير النمو الاقتصادي:

إن ارتفاع معدل النمو الاقتصادي يُتوقع أن يزيد الطلب على السلع و الخدمات التي تقدمها الشركات مما يزيد من صافي التدفقات النقدية التي تحققها الشركة و بالتالي من سعر سهم الشركة. لذا يهتم أطراف السوق بمتابعة المؤشرات الاقتصادية التي تدل على ما سيكون عليه النمو الاقتصادي مثل معدلات البطالة، والناتج المحلي الإجمالي، ومبيعات التجزئة، والدخل الفردي. إن وصول معلومات جيدة غير متوقعة عن النمو الاقتصادي ستدفع المستثمرين إلى إعادة النظر إيجاباً بتوقعاتهم حول التدفقات النقدية المستقبلية للشركة مما يحسن تقييمهم لسعر سهم الشركة. كما يتابع المستثمرون التغيرات التي تطرأ على السياسة النقدية و المالية للدولة نظراً لتأثيرهما في النمو الاقتصادي.

2- تأثير أسعار الفائدة:

إن أحد أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر في أسعار الأسهم هو سعر الفائدة الخالي من المخاطر لأن المستثمرين لن يستثمروا في أصل خطر إلا إذا حصلوا على علاوة مخاطر تعوضهم عن المخاطرة الإضافية التي سيتحملونها نتيجة تعرضهم لذلك الخطر الإضافي. و عندما يقارن المستثمر مابين أذونات الخزنة (الخالية من المخاطر) و

الأسهم فإنهم لن يقبلوا على شراء الأسهم إلا إذا كان سعرها مناسباً بحيث يحقق لهم العلاوة المطلوبة.

إن العلاقة ما بين أسعار الفائدة و أسعار الأسهم قد تختلف من وقت لآخر. من الناحية النظرية، إن ارتفاع أسعار الفائدة سيرفع من معدل العائد المطلوب من المستثمرين على الاستثمار بالسهم مما يخفض بالتالي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من السهم. لكن في الوقت نفسه يلاحظ ارتفاع معدلات الفائدة مع ارتفاع معدل النمو الاقتصادي الذي يؤثر إيجاباً في أسعار الأسهم.

من جهة أخرى، تساهم أسعار الفائدة المنخفضة في زيادة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة و بالتالي ترفع أسعار الأسهم، لكن غالباً ما تترافق أسعار الفائدة المنخفضة مع ظروف اقتصادية سيئة. لذا ينبغي التفكير بتأثير أسعار الفائدة في أسعار الأسهم آخذين بعين الاعتبار النمو الاقتصادي، و العوامل الأخرى، وليس بمعزل عنهم، الأمر الذي يجعل استخدام أدوات السياسة النقدية ضرورة بيد الحكومات لتحفيز النمو و النشاط الاقتصادي.

3- تأثير تغير سعر صرف العملة الوطنية:

يؤثر سعر صرف العملة المحلية في أسعار الأسهم بطرق مختلفة. أولاً: يفضل المستثمرون الأجانب الاستثمار في الأسهم المحلية عندما تكون العملة المحلية منخفضة بينما يبيعون استثماراتهم عندما تصل قيمة العملة المحلية إلى ذروتها. أي أن الطلب الأجنبي على الأسهم المحلية يزيد عندما يتوقع أن تتحسن العملة المحلية على افتراض بقاء العوامل الأخرى على حالها. ثانياً: تتأثر أسعار الأسهم بتأثير تغير سعر الصرف في التدفقات النقدية المتوقعة للشركة. فإن كانت الشركة المحلية مصدرة بالأساس سيؤدي

انخفاض قيمة العملة المحلية إلى تحسين أرقام مبيعاتها بالعملية المحلية، و بالتالي زيادة تدفقاتها النقدية وأسعار أسهمها. أما إن كانت الشركة المحلية مستوردة فإن ذلك سيرفع من قيمة مستورداتها و بالتالي يخفض من تدفقاتها النقدية و أسعار أسهمها.

بالنسبة للشركات متعددة الجنسية سيترك انخفاض قيمة العملة المحلية للشركة الأم أثرا إيجابيا في الأرباح المقيّمة بعملية الدولة الأم، على الرغم من أن بعض المحللين يعتبرون أن لا أهمية لتلك الزيادة طالما لم تتأثر أيضا أرقام التدفقات النقدية الحقيقية.

إن تغير سعر صرف العملة المحلية سيؤثر في أسعار الأسهم من خلال تأثيره في القيم المتوقعة للمتغيرات الاقتصادية. فعلى سبيل المثال، إن اتباع سياسة دولار ضعيف سينشط الاقتصاد الأمريكي مما يحسن أيضا مبيعات الشركات التي تعتمد مبيعاتها على حالة الاقتصاد مثل مبيعات السلع المعمرة وإن كانت لا تعتمد على التصدير و العكس بالعكس.

ثانياً: العوامل المرتبطة بالسوق:

1- موقف (شعور) المستثمرين:

عادة ما يعبر عن المزاج العام للمستثمرين في سوق الأسهم، حيث ينعكس ذلك على أداء السوق. ونظرا لأن تقييمات السهم تعتمد على توقعات المستثمرين فإن أداء السوق في بعض الفترات قد لا يرتبط بالظروف الاقتصادية. فمثلا قد يكون الاقتصاد ضعيفا إلا أن أسعار الأسهم قد ترتفع إن كان المستثمرون في مجملهم يتوقعون تحسن الاقتصاد قريبا. بمعنى وجود موقف إيجابي للمستثمرين ينعكس على شكل توقعات متفائلة.

كما أن تحركات أسعار الأسهم قد تُفسَّر جزئياً باعتماد المستثمرين بعضهم على بعض في تقييم الأسهم فيما يُفسَّر "بسلوك القطيع". فبدلاً من تكوين تقييماتهم الخاصة عن قيمة الشركة، يركز كثير من المستثمرين على شعور المستثمرين العام مما قد يتسبب في تحركات غير طبيعية في أسعار الأسهم لا يمكن تفسيرها دائماً بشكل عقلائي.

كما أن موقف المستثمرين قد يكون سلبياً. فمثلاً خلال أزمة الرهن العقاري الأخيرة في الولايات المتحدة، ساد المستثمرين مزاج سلبي. مما لا يفسر بالعوامل الاقتصادية. فخلال الأسبوع من 6 إلى 10 تشرين أول عام 2008 انهارت سوق الأسهم الأمريكية بمعدل وسطي 18% يومياً خلال ذلك الأسبوع وبما يشكل أسوأ أداء في أسبوع واحد في السوق الأمريكية على الإطلاق. وعلى الرغم من التأكيدات الحكومية على أن السوق مستقرة وأنه لا داعي لذعر المستثمرين فإن تلك التأكيدات لم تطمئن المستثمرين. وبنهاية ذلك الأسبوع انخفضت أسعار الأسهم بنسبة 40% عما كانت عليه في الأسبوع الفائت.

2- تأثير شهر يناير:

نظراً لأن كثيراً من مدراء المحافظ الاستثمارية يتم تقييم أدائهم على أساس سنوي فإنهم يفضلون الاستثمار في أسهم لشركات صغيرة الحجم وخطرة في بداية العام، ثم ينتقل إلى شركات كبيرة الحجم أكثر استقراراً قرب نهاية العام، بعد أن يكونوا قد استفادوا من عوائد تلك الأسهم الخطرة. إن تكرارهم لهذا السلوك يدفع بأسعار أسهم تلك الشركات الخطرة إلى الارتفاع في شهر يناير (كانون الثاني) من كل عام محدثاً ما يُسمى "ظاهرة شهر يناير". أثبتت بعض الدراسات أن معظم أرباح سوق الأسهم تتحقق في شهر يناير. وعندما يدرك المستثمرون وجود ظاهرة شهر يناير فإنهم سيعملون على الاستفادة منها عبر شراء مزيد من الأسهم في شهر كانون الأول بحيث

تبدأ أسعار الأسهم بالارتفاع من شهر كانون الأول مما يجعل ظاهرة شهر يناير تبدأ من شهر كانون الأول.

ثالثاً: العوامل المرتبطة بالشركة مصدرة الأسهم:

يتأثر سعر سهم شركة ما ليس فقط بالمتغيرات الاقتصادية الكلية و عوامل السوق بل تتأثر أيضاً بالظروف المرتبطة بالسوق. حيث تتأثر بعض الشركات بظروف الصناعة التي تنتمي لها أكثر من تأثرها بالظروف الاقتصادية العامة مما يجعل المستثمرين مهتمين بمراقبة توقعات أداء تلك الصناعة وظروف المنافسة، و مستويات الأسعار في تلك الصناعة. كما قد نجدهم مهتمين بأية معلومات قد تصدر من شركات تلك الصناعة ربما تشير إلى مستقبل نمو تلك الصناعة و أرباحها، أو أية معلومات عن التدفقات النقدية المستقبلية لتلك الشركات:

1- التغير في سياسة توزيع الأرباح

إن زيادة توزيعات الأرباح على سهم شركة ما يعطي إشارة إلى أن الشركة قادرة على الاستمرار في التوزيعات الجديدة في المستقبل، بينما تخفيض توزيعات الأرباح قد يدفع إلى الاعتقاد بأن الشركة لن يتوفر لديها تدفقات نقدية مستقبلية كافية لدفع توزيعات الأرباح المعتادة.

2- مفاجئات الأرباح:

يستخدم المستثمرون الأرباح الحالية كمؤشر لما ستكون عليه الأرباح في المستقبل وبالتالي التدفقات النقدية المستقبلية. فعندما تعلن شركة أن أرباحها فاقت التوقعات فإن بعض المستثمرين سيراجعون توقعاتهم حول التدفقات النقدية المستقبلية و بالتالي سيرفعون من تقديراتهم لسعر السهم. وبالعكس فإن إعلان أرباح أقل من المتوقع ستدفع المستثمرين إلى تخفيض توقعاتهم حول التدفقات النقدية المستقبلية.

3- الاستحواذ وبيع وحدات من الشركة:

عادة ما يترافق استحواذ شركة على أخرى بزيادة الطلب على أسهم الشركة هدف الاستحواذ وبالتالي ارتفاع سهمها. ويدرك المستثمرون أن سعر سهم الشركة، هدف الاستحواذ، سيرتفع بمجرد إعلان الشركة الرغبة بالاستحواذ رغبتها بشراء الشركة الهدف. أما تأثير ذلك الاعلان في أسهم الشركة المستحوذة فهو أقل وضوحاً لأنه يعتمد على فهم المستثمرين للوفورات التي ستنتج عن الاستحواذ.

أما عندما تقرر الشركة بيع إحدى وحداتها فإن أثر ذلك الاعلان في سهم الشركة يعتمد على الوحدة المباعة. فإذا كانت الوحدة المباعة غير مرتبطة بالنشاط الأساسي للشركة فإن قرار البيع سيعتبر إشارة جيدة للسوق تقول بأن الشركة ستتفرغ لنشاطها الأساسي و العكس بالعكس.

4- توقعات المستثمرين:

لا ينتظر المستثمرون إعلان إدارات الشركات عن تغيير في سياستها لكي يغير المستثمرون من توقعاتهم لسعر السهم، بل إنهم عادة ما يتوقعون حدوث تلك التغييرات لكي يستفيدوا منها قبل غيرهم من المستثمرين . قد تمكنهم تلك التوقعات من دفع سعر أقل لسهم معين أو بيع سهم ما بسعر مرتفع قبل انخفاضه. فعلى سبيل المثال: يلجأ المستثمرون إلى التقارير المالية للشركة أو القوائم المالية الحديثة التي تعدّها الشركة لأجل توقع ما إذا كانت الشركة ستغير سياسة توزيع الأرباح التي تنتهجها. غير أن من عيوب التداول المبني على التوقعات هو أن تلك التوقعات قد لا تكون صائبة دائماً.

و بالطبع لا يمكن الجزم بتأثير أحد هذه العوامل أو بعضها دون تأثير العوامل الأخرى بل تتفاعل هذه العوامل مع بعضها البعض ويختلف تأثيرها من شركة لأخرى. ويراقب المستثمرون في السوق المالية المؤشرات التي تدل على احتمال حدوث تغيير في

معدل العائد الخالي من المخاطر، و كذلك تلك المرتبطة بمعدل التضخم كمؤشر أسعار المستهلك، وتلك المرتبطة بالاقتراض الحكومي، كعجز الموازنة وحجوم الاقتراض في الاصدارات المجدولة لمزادات أذونات الخزانة، على اعتبار أنها تؤثر في معدل العائد الخالي من المخاطر و بالتالي العائد المطلوب من قبل المستثمر و بالنتيجة في أسعار الأسهم.

3.2.2. أساليب حساب مخاطرة الأسهم

تعتبر خطورة السهم عن درجة عدم التأكد المرتبط بالعوائد المستقبلية المتوقعة من السهم، كأن يكون العائد الفعلي أقل من المتوقع. و يقاس العائد المتحقق من الاستثمار في سهم ما خلال فترة زمنية معينة كالتالي:

$$R = \frac{(SP - INV) + D}{INV}$$

حيث تمثل INV المبلغ المستثمر، و تمثل D التوزيعات بينما SP هي سعر بيع السهم.

إن المصدر الرئيسي لخطورة السهم هو سعر بيع السهم نظرا لأن توزيعات الأرباح غالبا ماتكون أكثر استقرارا من أسعار الأسهم. وتساهم التوزيعات في العائد المباشر الذي يحققه المستثمر لكنها تخفض قيمة الأرباح المتاحة لإعادة التوظيف في الشركة مما يحد من فرص النمو المستقبلي.

و يمكن قياس درجة خطورة السهم باستخدام تشتت السعر مقاسا بالانحراف المعياري وكذلك باستخدام القيمة المعرضة للمخاطر.

ث. الانحراف المعياري لعائد السهم

يستخدم الانحراف المعياري كمقياس لدرجة المخاطرة لأنها تعبر عن درجة عدم التأكد المرتبطة بعوائد الأسهم المستقبلية. يقيس الانحراف المعياري المخاطر الكلية لأنها تعكس تحركات أسعار الأسهم لأي سبب، وليس فقط التحركات الناجمة عن تحركات السوق. ويمكن استخدام عوائد السهم التاريخية خلال فترة لا تقل عن ثلاث سنوات من أجل تقدير قيمة الانحراف المعياري.

أما بيتا السهم فتقيس المخاطرة المنتظمة حيث يقيس بيتا حساسية عائد السهم للتغير في عائد السوق. ويعتمد كثير من المستثمرين الذين يملكون محفظة متنوعة من الأسهم على هذا المقياس لتحديد درجة مخاطرة السهم لأنهم عبر محافظهم المتنوعة بشكل كامل قد تخلصوا من المخاطر غير المنتظمة. ويمكن حساب بيتا السهم عبر تقدير معادلة الانحدار لعائد السهم كمتغير تابع بالنسبة لعائد السهم كمتغير مستقل ولفترة اختبار لا تقل عن 5 سنوات لبيانات شهرية بحيث تكون معادلة الانحدار:

$$R_{it} = B_0 + B_1 R_{mt} + m_t$$

ويكون ميل معادلة الانحدار (B_1) هو تقدير معادلة الانحدار لقيمة بيتا. فإن كانت قيمة بيتا لسهم ما هي 1.4 فإن هذا يعني أن العائد المتوقع لسهم ما هو 1.4 مرة عائد السوق. يكون هذا النوع من الأسهم مرغوبا به من قبل المستثمرين عندما يتوقعون ارتفاع السوق بينما يجمعون عن الاستثمار فيها عند توقع انخفاض السوق.

ونظرا لأن المستثمرين في السوق المالية غالبا ما يمتلكون محفظة من الأسهم وليس سهم واحد لذا فإنهم يهتمون بحساب مخاطرة المحفظة أكثر من اهتمامهم بمجرد حساب مخاطرة السهم بمفرده الذي يعد ضروريا لحساب مخاطرة المحفظة. ويمكن حساب مخاطرة

المحفظة اما بالاعتماد على حساب الانحراف المعياري للمحفظة (لحساب المخاطر الكلية) أو بيتا المحفظة (لحساب المخاطرة المنتظمة) وتكون معادلة حساب مخاطرة المحفظة المنتظمة :

$$b_p = \sum_{i=1}^n w_i b_i$$

بمعنى أن بيتا المحفظة هي المتوسط المرجح لبيتا الأسهم المكونة للمحفظة مثنقلا بوزن كل سهم داخل المحفظة الاستثمارية (المبلغ المستثمر في كل سهم مقسوما على مجموع قيمة المحفظة). لذا فإن بيتا محفظة تكون مرتفعة عندما تكون بيتا الأسهم المكونة للمحفظة مرتفعة والعكس بالعكس. ويستطيع مستثمرون توقيت السوق باستبدال أسهمهم ذات البيتة المرتفعة بأخرى منخفضة عندما يتوقعون انخفاض السوق والعكس بالعكس.

ج. القيمة المعرضة للمخاطر

تقيس القيمة المعرضة للمخاطر أكبر خسارة متوقعة لمركز استثماري معين عند مستوى ثقة محدد. لقد انتشر استخدام أسلوب القيمة المعرضة للمخاطر بعد الخسائر الكبيرة التي تعرضت لها صناديق الاستثمار وصناديق التقاعد في نهاية التسعينيات. ويفيد هذا الأسلوب في تحذير المستثمرين بخصوص الخسارة القصوى المتوقعة التي قد تلحق باستثماراتهم بما يمكنهم من مراجعة محافظهم الاستثمارية لتخفيض مخاطرها.

يركز مقياس القيمة المعرضة للمخاطر على الجانب المتشائم من التوزيع الاحتمالي لعوائد الاستثمار المدروس. فعلى سبيل المثال، قد يستخدم مدير محفظة استثمارية مستوى ثقة مقداره 90% لحساب أقصى خسارة يومية ممكنة خلال فترة زمنية معينة.

وكلما ازداد مستوى الثقة المرغوب به، كلما ازدادت الخسارة القصوى المتوقعة من استثمار ما.

ويشيع استخدام أسلوب القيمة المعرضة للمخاطر في قياس مخاطرة المحافظ الاستثمارية لأن مخاطرة الأسهم منفردة تختلف عن مخاطرتها عندما تكون محفظة استثمارية لأن احتمال وقوع خسارة في حالة المحفظة الاستثمارية يعتمد على احتمالات وقوع خسائر متزامنة في مكونات المحفظة الاستثمارية للفترة المدروسة.

يمكن للمستثمر الاعتماد على المشاهدات التاريخية (العوائد التاريخية) من أجل تحديد القيمة المعرضة للمخاطر. فعلى سبيل المثال، إذا لاحظ مستثمر خلال المئة يوم السابقة أن سهمه قد انخفض بنسبة تزيد عن 7% فقط في خمسة أيام من الأيام المئة أو في 5% من المشاهدات فهذا يعني أنه بمستوى ثقة 95% لن تزيد خسائر المستثمر في السهم عن 7% خلال الفترة القادمة.

كما يستطيع المستثمر الاعتماد على الانحراف المعياري للعوائد اليومية خلال فترة زمنية سابقة من أجل حساب حدود الربح و الخسارة باستخدام مستوى ثقة محدد. فعلى سبيل المثال، إن كان الانحراف المعياري للعوائد اليومية لسهم معين خلال فترة زمنية سابقة 2% ورغب المستثمر باعتماد مستوى ثقة قدره 95% لمعرفة أقصى خسارة متوقعة وكانت العوائد تتبع التوزيع الطبيعي، فإن الحد الأدنى سيقابل 1.65 انحرافاً معيارياً بعداً عن العائد المتوقع. فإن كان العائد اليومي المتوقع هو 0.1% فإن أقصى خسارة متوقعة تحسب كما يلي:

$$-3.2\% = [1.65 \times 2\%] - 0.1\%$$

كما يمكن تطبيق فكرة القيمة القصوى المعرضة للمخاطر على بيتا السهم بالطريقة نفسها. فإن كانت بيتا سهم ما خلال المئة يوم الفائتة 1.2 وكان من المتوقع ألا يتراجع السوق بأكثر من 2.5% بشكل يومي فإن أقصى خسارة يومية متوقعة من السهم يجب ألا تزيد عن:

$$1.2 \times -2.5\% = -3.0\%$$

و يمكن تحويل القيمة القصوى المعرضة للمخاطر عند مستوى ثقة معين إلى مبلغ نقدي من خلال ضرب القيمة القصوى المعرضة للمخاطر (معبرا عنها بنسبة مئوية) بقيمة الاستثمار. فعلى سبيل المثال وبالعودة إلى المثال السابق إن كان المستثمر يوظف 20 مليون دولار في سهم ما و كانت القيمة القصوى المعرضة للمخاطر في يوم واحد هي 3% فإن أقصى مبلغ خسارة يومي متوقع هو :

$$-3.0\% \times \$20,000,000 = -\$600,000$$

و بالطبع يمكن استخدام الأساليب الثلاثة السابقة لحساب القيمة القصوى المعرضة للمخاطر لحفظة استثمارية بنفس الأسلوب المستخدم لحساب القيمة القصوى المعرضة للمخاطر لسهم ما.

ج. عائد السهم المعدل بالمخاطر Risk-Adjusted Stock Performance

عند المفاضلة بين الاستثمار في سهمين أو محفظتين لا يكفي النظر إلى عائد السهمين أو المحفظتين بل ينبغي الأخذ بعين الاعتبار أيضا مستوى المخاطر المرتبطة بهما. بمعنى آخر ينبغي حساب العائد المعدل بالمخاطر و المحسوب من خلال قسمة العائد الإضافي (العائد مطروحا منه العائد الخالي من المخاطر) على مقياس المخاطر.

مؤشر شارب Sharpe Index

يقيس مؤشر شارب العائد الإضافي الذي يحققه المستثمر مقابل تحميله وحدة واحدة إضافية من المخاطر الكلية. و يستخدم هذا المؤشر إن كان المستثمر يعتقد أن المخاطر الكلية هي المقياس الملائم للخطر. و بالتالي فإن العائد المعدل بالمخاطر يمكن حسابه من خلال مؤشر شارب كما يلي:

$$Sharpe = \frac{\bar{R} - \bar{R}_f}{s}$$

حيث إن $\bar{R}$ تمثل متوسط العائد على السهم بينما $\bar{R}_f$ تمثل متوسط العائد الخالي من المخاطر بينما σ الانحراف المعياري لعائد السهم. و كلما ارتفع متوسط عائد السهم بالمقارنة مع متوسط العائد الخالي من المخاطر، و كذلك كلما انخفض الانحراف المعياري للسهم كلما ازدادت قيمة مؤشر شارب.

مؤشر ترينور: Treynor Index

يقيس مؤشر ترينور العائد الإضافي الذي يحققه المستثمر مقابل تحميله وحدة واحدة إضافية من المخاطر المنتظمة. و يستخدم هذا المؤشر إن كان المستثمر يعتقد أن المخاطر المنتظمة هي المقياس الملائم للخطر. و بالتالي فإن العائد المعدل بالمخاطر يمكن حسابه من خلال مؤشر شارب كما يلي:

$$Treynor = \frac{\bar{R} - \bar{R}_f}{b}$$

حيث تمثل β بيتا السهم. و كلما كانت قيمة مؤشر ترينور أكبر كلما حقق المستثمر عائداً اضافياً أعلى مقابل تحميله وحدة إضافية واحدة من المخاطر المنتظمة.

3.2. آليات التداول في سوق الأسهم Market Microstructure

تحتل آليات التداول في سوق الأسهم أهمية كبيرة في عصرنا الحاضر نظرا لتأثيرها في كفاءة عمل السوق من حيث سهولة إدخال الأوامر، سرعة تنفيذ الصفقات، ومنح فرص متساوية للحصول على المعلومات لجميع المستثمرين.

من أكثر صفقات سوق الأسهم انتشارا واستخداما من قبل المستثمرين أوامر السوق، والأوامر المحددة، و التعامل بالهامش و البيع على المكشوف، و سنناقش فيما يلي هذه الأنواع من الصفقات بمزيد من التفصيل.

1.3.2. أوامر البيع و الشراء:

عندما يرغب مستثمر ببيع أو شراء سهم محدد فإن عليه الاتصال بشركة وساطة مالية التي تلعب دور الوسيط بين بائعي و مشتري الأسهم في السوق الثانوية. وبدورها تدخل شركة الوساطة المالية الأوامر إلى البورصة من خلال نظام التداول الالكتروني. وتعتمد سرعة تنفيذ الأوامر في البورصة على طبيعة نظام التداول المعتمد في البورصة (مزاد مستمر أو صناع سوق) و التي قد لا تزيد عن ثوان قليلة في البورصات المعتمدة على صناع السوق.

وقد ينحصر دور شركة الوساطة المالية في تنفيذ الأوامر التي يصدرها العملاء وعندها يطلق على الوسيط لقب سمسار الخصم (discount broker) أو يتسع دور شركة الوساطة المالية ليشمل تقديم النصائح و المشورة بشراء و بيع الأسهم عندها يسمى الوسيط بالسمسار الذي يقدم خدمة كاملة (Full-service broker). ويتبع ذلك أن تكون عمولة سمسار الخصم أقل (حوالي 1%) مقابل حصول سمسار الخدمة الكاملة على 4% من قيمة الصفقة. و كلما ازدادت قيمة الصفقة كلما كانت

عمولة السمسار أقل . كما قد يتقاضى سمسرة الخصم مبلغاً مقطوعاً لأي صفقة تقل عن عدد معين من الأسهم (في الولايات المتحدة يتقاضى سمسرة الخصم \$30 كعمولة على الصفقات التي تقل عدد أسهمها عن 500 سهم). وتتراوح عمولة السمسرة في سوق دمشق للأوراق المالية مضافاً إليها عمولات البورصة، و مركز المقاصة و الحفظ المركزي بين 0.4% و 0.7% من قيمة الصفقة.

عندما يتصل المستثمر بشركة وساطة مالية راغباً بإصدار أمر بيع أو شراء فإن عليه أن يحدد مايلي: (1) اسم الشركة مصدرة السهم ، (2) نوع الأمر بيع أو شراء، (3) عدد الأسهم التي يُراد بيعها أو شراؤها ، (4) هل الأمر أمر سوق أم أمر محدد. حيث إن أمر السوق هو أمر بيع أو شراء أسهم بأفضل سعر ممكن في السوق، بينما يختلف الأمر المحدد عن أمر السوق في وجود حد معين لسعر السهم الذي يُراد بيعه أو شراؤه.

فإن كان سهم الشركة المتحدة يتداول مثلاً على سعر 85 ليرة سورية للسهم فإن أمر سوق لبيع أو شراء السهم ينبغي أن ينفذ على أساس السعر السائد في السوق عند تنفيذ الصفقة، كأن تنفذ الصفقة على سعر 85.25 ليرة أو 84.75 ليرة. كما قد يصدر المستثمر أمراً محدداً لشراء السهم بسعر 84.5 ليرة أو أقل أو أن يصدر المستثمر أمر بيع محدد بسعر 85.25 ليرة أو أكثر. كما قد يكون الأمر محدداً بيوم أو بفترة أطول. و يؤخذ على أمر البيع أو الشراء المحدد أن الأمر قد لا ينفذ إن لم يصل سعر السهم في السوق إلى المستوى المحدد.

أمر وقف الخسارة (Stop-Loss Order): وهو نوع خاص من الأوامر المحددة، يحدد المستثمر فيه سعر بيع للسهم يقل عن السعر السائد في السوق. فإذا انخفض سعر السهم في السوق إلى السعر الذي حدده المستثمر يتحول أمر وقف

الخسارة عندها إلى أمر سوق. أما لو لم يصل سعر السهم في السوق إلى ذلك الحد الأدنى المحدد من قبل المستثمر فإن أمر وقف الخسارة لا ينفذ. و عادة ما يصدر المستثمرون أمر وقف خسارة إما لحماية الأرباح أو لوضع حد للخسارة.

فعلى سبيل المثال اشترى خالد 100 سهم من أسهم الشركة الأهلية منذ سنة خلت بسعر 100 ليرة للسهم ويتداول السهم اليوم بسعر 120 ليرة للسهم. يعتقد خالد أن سعر السهم مرشح لمزيد من الارتفاع و لذلك لا يرغب ببيع أسهمه لكنه يخشى في الوقت نفسه أن ينخفض سعر السهم ويرغب أن لا يقل عائد استثماره عن 10% لذا يصدر أمرا بوقف خسارة بسعر 110 ليرة للسهم. أما إن استمر سعر السهم بالارتفاع فإن أمر وقف الخسارة لن ينفذ.

أمر وقف شراء (Stop-Buy Order): هو نوع آخر من الأوامر المحددة يحدد فيه المستثمر سعر شراء للسهم أعلى من السعر السائد في السوق. عندما يرتفع سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد من قبل المستثمر يتحول الأمر إلى أمر سوق. وفي حال عدم وصول سعر السهم في السوق إلى المستوى الأعلى المحدد فإن أمر وقف الشراء لن ينفذ. وعادة ما يلجأ المستثمر إلى أمر وقف الشراء لحماية مركز مكشوف (بيع على المكشوف مثلا).

وقد تغيرت في الآونة الأخيرة آلية إدخال الأوامر حيث أصبحت شركات الوساطة المالية تقبل الأوامر الالكترونية و تقدم أسعارا فورية كما تؤمن لهم الحصول على معلومات مختلفة عن الشركات. هذه التطورات أتاحت لشركات الوساطة المالية منافسة سماسة الخصم و سماسة الخدمة الكاملة و الاستحواذ على جزء من أعمالهم مما دفع هؤلاء الأخيرين إلى تقديم خدماتهم الكترونيا أيضا.

2.3.2. القواعد الناظمة لتداول الأسهم:

تفرض القواعد الناظمة لتداول الأسهم شروطاً معينة لإيقاف أو تعليق تداول الأوراق المالية كما تفرض حدوداً سعرية لحركة أسعار الأسهم:

أ. إيقاف أو تعليق التداول:

تفرض إدارة سوق الأسهم عادة إيقاف تداول السهم عندما يتحرك سعر السهم بنسبة معينة، أو يتم إيقاف التداول في السوق بأكمله عندما يتحرك مؤشر السوق بنسبة معينة. فعلى سبيل المثال يطبق سوق نيويورك ثلاثة مستويات لإيقاف التداول في سوق نيويورك بالنسبة لمؤشر داو جونز الصناعي مقارنة بإغلاقه السابق هي: المستوى الأول (10%)، المستوى الثاني (20%)، والمستوى الثالث (30%). فإذا بلغ مؤشر السوق المستوى الأول يتم إيقاف التداول في السوق بين 30 و60 دقيقة، أما إن بلغ المؤشر المستوى الثاني يتم إيقاف التداول بين ساعة وساعتين، لكن إن بلغ المؤشر المستوى الثالث يتم إيقاف التداول لذلك اليوم.

كما تعلق إدارة السوق المالية التداول على الورقة المالية عندما تعتقد أن المتعاملين في السوق بحاجة لفترة أطول لكي يفهموا معلومات هامة والتي قد تؤثر بشكل جوهري في سعر السهم. ففي سوق دمشق للأوراق المالية يحق لإدارة السوق تعليق تداول الأسهم في الحالات التي يكون بها إفصاحات خاصة باجتماعات الهيئة العامة للشركة المدرجة، أو عند الإعلان عن الأحداث الهامة للشركة وكذلك عند وجود أحداث جوهريّة أو ظروف غير اعتيادية تؤثر في سعر الورقة المالية و في أية حالات أخرى تهدف إلى حماية جمهور المستثمرين. فعلى سبيل المثال عمدت إدارة بورصة كوالالمبور إلى إيقاف التداول في سوق الأسهم خلال أزمة جنوب شرق آسيا بهدف الحد من الآثار النفسية للأزمة المالية على سوق الأسهم.

ب. الحدود السعرية:

كما قد تفرض إدارة السوق حدوداً يومية لحركة أسعار الأسهم دون أن ينطوي على بلوغ سعر السهم ذلك الحد ايقاف تداول السهم. تهدف إدارة السوق من ذلك إلى تجنب حدوث تقلبات سعرية حادة قد تلحق بالمستثمرين خسائر كبيرة. فعلى سبيل المثال تفرض سوق دمشق للأوراق المالية ألا يتحرك سعر السهم صعوداً بأكثر من 5%، بينما تسمح بأن يتحرك سعر السهم نزولاً بنسبة 2% إن كان سعر السهم السوقي يزيد عن سعره الاسمي، و 1% إن كان سعر السهم السوقي يقل عن سعره الاسمي.

3.3.2. التعامل بالهامش:

عندما يصدر المستثمر أمراً لشراء أسهم فيما أن يشتري الأسهم نقداً بالكامل أو بالهامش، أي يدفع المستثمر نقداً جزءاً من قيمة الصفقة (يسمى الهامش)، بينما يقترض باقي قيمة الصفقة من السمسار. أي أن التعامل بالهامش هو شراء الأسهم جزئياً بالدين. وتتحدد متطلبات الهامش بناءً على تعليمات البنك المركزي. وبينما لا تسمح تعليمات هيئة الأسواق والأوراق المالية السورية التعامل بالهامش في سوق دمشق للأوراق المالية تبلغ نسبة الهامش في الولايات المتحدة 50%. و توفر متطلبات الهامش هذه الضمانة (الحماية) للسمسار من إمكانية حدوث انخفاض في أسعار الأسهم المشتراة بالهامش و بالتالي من تعرض النظام المالي بأسره للضرر.

و يلجأ المستثمرون إلى التعامل بالهامش عندما يرغبون في الاستفادة من امكانية ارتفاع أسعار هذه الأسهم في المستقبل حيث إنهم سيحققون عائداً أعلى مما لو أنهم مولوا شراء الأسهم ذاتياً بالكامل، إلا أنهم يعرضون أنفسهم في نفس الوقت إلى خسائر

مرتفعة في حال حدوث انخفاض في أسعار هذه الأسهم تزيد عن الخسارة التي كانت ستلحق بهم لو أنهم مولوا الصفقة ذاتياً بالكامل.

إذا رغب مستثمر بالتداول وفق أسلوب الهامش فإن عليه فتح حساب لدى السمسار يسمى حساب الهامش. يودع فيه المستثمر مبلغاً من المال يسمى الهامش الأولي (Initial Margin). فعلى سبيل المثال يودع المستثمر الأمريكي 50% من قيمة الأسهم المشتراة، و تستخدم الأسهم المشتراة كضمان (رهن)، بينما يقدم السمسار التمويل لتغطية الجزء المتبقي من قيمة الصفقة. ونظراً لأن أسعار الأسهم تقلب في البورصة فإن المستثمر الذي اشترى أسهما باستخدام أسلوب التمويل بالهامش يخضع لهامش الصيانة (Maintenance margin)، والذي يمثل الحد الأدنى الذي يمكن أن تصل إليه ملكية المستثمر في الأسهم المشتراة قبل أن يطلب منه التدخل لرفع الهامش. يقصد بملكية المستثمر قيمة الأسهم بعد سداد القرض المقدم من السمسار. وتحدد بورصة نيويورك الحد الأدنى لقيمة هامش الصيانة بنسبة 25% و قد يطلب السمسار هامش صيانة أعلى. أما إذا انخفضت ملكية المستثمر عما تحدده متطلبات هامش الصيانة فإن المستثمر يتلقى اتصالاً من السمسار يسمى تنبيه أو اتصال رفع الهامش (Margin Call) وعندها يتوجب عليه التدخل لرفع الهامش عبر إيداع أموال إضافية أو تقديم أوراق مالية إضافية كضمانة عادة ماتكون أوراق مالية حكومية. يمكن حساب السعر الذي سيصدر عند تنبيه رفع الهامش بالمعادلة الآتية:

$$\text{سعر السهم} = \frac{\text{القرض} \div (1 - \text{هامش الصيانة})}{1}$$

و لتوضيح مفهوم التمويل بالهامش نفترض أن سعيد اشترى 1000 سهم من أسهم شركة ناء منذ خمسة أيام بسعر سهم 70 ليرة سورية وكانت متطلبات الهامش

تشرط هامشاً أولياً نسبته 50% و هامش صيانة 40% عندها سيظهر حساب سعيد لدى السمسار على الشكل الآتي:

المركز الأولي			
قرض	\$35,000	أسهم	70000
ملكية	\$35,000		

حالة (1): فإذا افترضنا أن سعر السهم في السوق قد انخفض إلى 60 ليرة سورية يصبح عندها حساب سعيد لدى السمسار كما يلي:

حالة (1)			
قرض	\$35,000	أسهم	\$60,000
ملكية	\$25,000		

$$\frac{\text{Equity}}{\text{Stockvalue}} = \frac{25000}{60000} = 41.67\% \quad \text{مما يعني أن الهامش قد انخفض إلى}$$

لكن الهامش ما يزال أعلى من هامش الصيانة مما يعني أنه لا داعي لتدخل المستثمر لرفع الهامش حتى الآن.

حالة (2): أما لو ارتفع سعر سهم شركة نماء في السوق إلى 80 ليرة فإن حساب المستثمر لدى السمسار يصبح:

حالة (2)			
قرض	\$35,000	أسهم	\$80,000
ملكية	\$45,000		

مما يعني أن الهامش في هذه الحالة قد ارتفع إلى 56.25% و أن بمقدور سعيد سحب المبالغ الإضافية الموجودة في حسابه $13,000 = (80,000 \times 0.40) - 45,000$ أو استخدام المبالغ الإضافية في شراء أسهم جديدة. وإذا رغب سعيد في معرفة السعر الذي سيتلقى عنده تنبيه رفع الهامش والذي يتحدد بالمعادلة:

$$\text{سعر الأسهم} = \frac{\text{القرض} \div (1 - \text{هامش الصيانة})}{35,000} = \frac{1 - 0.40}{35,000} = 58,333 \text{ ليرة}$$

و نظراً لأن المستثمر قد اشترى ألف سهم فإن سعر القطع يساوي 58.333 ليرة للسهم.

تأثير التعامل بالهامش في عائد الاستثمار: يتأثر العائد على الاستثمار بنسبة الاستثمار الممول جزئياً بقرض. و يمكن حساب العائد على الاستثمار (R) في الأسهم المشتراة بأسلوب الهامش من خلال المعادلة التالية:

$$R = \frac{SP - INV - LOAN + D}{INV}$$

حيث إن (SP) تمثل سعر بيع السهم ، و (INV) الاستثمار غير الممول بقرض، و (LOAN) مبلغ القرض ، و (D) التوزيعات النقدية

فعلى سبيل المثال اشترت سلمى سهم شركة الثقة المتداول بالسوق بسعر 40 ليرة بدفع 20 ليرة ذاتياً، و اقترض الباقي من السمسار بسعر فائدة سنوية 10% وحصلت على توزيعات سنوية قدرها ليرة واحدة. فعلى فرض أنها باعت السهم بعد عام ب 60 ليرة فإن العائد على الاستثمار هو:

$$R = \frac{60 - 20 - 22 + 1}{20} = \frac{19}{20} = 95\%$$

أما لو سددت سلمى كامل قيمة الصفقة ذاتيا فإن العائد على الاستثمار هو 52.5% فقط مما يظهر دور الرافعة المالية في تعظيم الأرباح.

أما لو باعت سلمى السهم بعد عام بسعر 30 ليرة فإن العائد على الاستثمار في حال التمويل بالهامش هو:

$$R = \frac{30 - 20 - 22 + 1}{20} = \frac{19}{20} = -55\%$$

أما لو سددت سلمى كامل قيمة الصفقة ذاتيا فإن العائد على الاستثمار هو - 22.5% فقط وهو أقل من الخسارة المتحققة في حالة التمويل بالهامش (-55%) مما يظهر دور الرافعة المالية في تعظيم الخسائر.

4.3.2. البيع على المكشوف: Short Selling

يقصد بالبيع على المكشوف بيع أسهم مقترضة مع الالتزام بإعادتها إلى السماسر في وقت لاحق. و في حالة البيع على المكشوف يصدر المستثمرون أمرا للسماسر ببيع أسهم لا يمتلكونها نظراً لأنهم يتوقعون انخفاض سعرها . و عندما يبيع مستثمر سهما على المكشوف فإنه في الحقيقة يقترض السهم من مستثمر آخر ويتوجب عليه إعادته للمستثمر الذي اقترضه منه. و يقترض المستثمرون الراغبون في البيع على المكشوف الأسهم من شركة السمسرة التي تكون محتفظة بالأسهم على سبيل الرهن والتي تقوم بترتيب الصفقة، و تحصل على عمولتها بينما لا يتأثر ملاك هذه الأسهم الأصليون بعملية البيع على المكشوف التي تتم على أسهمهم، كما أنهم قد لا يدرون بما (الأسهم التي تباع على المكشوف هي أسهم تم شراؤها مسبقا بالهامش). ومن الجدير بالذكر أن المستثمرين الذين يبيعون أسهما على المكشوف عادة ما يلجؤون إلى أوامر وقف الخسارة للحد من خسائرهم حال ارتفعت أسعار الأسهم التي باعوها على المكشوف.

فإذا انخفض سعر السهم الذي تم بيعه على المكشوف يحقق المستثمر الذي باع تلك الأسهم على المكشوف ربحاً يتمثل بالفرق بين السعر الذي بيعت بموجبه الأسهم، و السعر الذي سيشتري عليه المستثمر الأسهم من السوق ليردها إلى مالكها بعد خصم أية توزيعات نقدية تحققت خلال تلك الفترة. وتتمثل خطورة البيع على المكشوف في إمكانية ارتفاع أسعار الأسهم التي بيعت على المكشوف مما يفرض على المستثمر الذي باع الأسهم على المكشوف دفع سعر أعلى لشراء السهم يزيد عما قبضه من بيع السهم على المكشوف.

على سبيل المثال: كان سعر سهم الشركة الحديثة في السوق يوم 5 أيار 60 ليرة، وبعد تحليل بيانات الشركة توصلت أروى إلى أن سعر السهم الحالي مبالغ فيه، فاتصلت بشركة الوساطة المالية وأصدرت لهم أمر بيع لمئة سهم، ونظراً لأنها لا تمتلك تلك الأسهم فإن ذلك الأمر هو أمر بيع على المكشوف. لم يكن يعطي سهم الشركة الحديثة أية توزيعات لذا لم تحتج أروى إلى تغطية قيم التوزيعات على الأسهم التي باعتها على المكشوف. إن بيع تلك الأسهم على المكشوف أعطى متحصلات بلغت 6,000 ليرة التي وضعها السمسار في حسابها (لكن لا يحق لها سحب الأموال من حسابها إلى أن تغطي مركزها). لكن خلال الشهرين التاليين انخفض سعر السهم وفي 18 تموز أصدرت أروى أمراً لشراء الأسهم المئة لإغلاق مركزها القصير حيث كان سعر السهم في السوق 50 ليرة أي أنها دفعت 5,000 ليرة، وبالتالي ربحت 1,000 ليرة من مركزها القصير. (يتجاهل هذا المثال تكاليف المعاملات).

تتبع خطورة المركز القصير من إمكانية اتجاه سعر السهم للارتفاع مما سيكلف المستثمر مبلغاً أعلى من سعر البيع لإغلاق المركز القصير وبالتالي وقوع خسائر. و تنطبق على عمليات البيع على المكشوف متطلبات هامش مماثلة لحالة التمويل بالهامش

من حيث الهامش الأولي، و هامش الصيانة، و تنبيه رفع الهامش. ففي الولايات المتحدة تبلغ نسبة الهامش الأولي 50% بينما تختلف نسبة هامش الصيانة باختلاف سعر السهم كما في الجدول الآتي:

هامش الصيانة	السعر
\$2.50	< \$ 2.50
100% من القيمة السوقية	\$2.50 - \$ 5.00
\$5.00	\$5.00 - \$16.75
30% من القيمة السوقية	> \$16.75

ففي مثالنا السابق تودع أروى 50% من قيمة الصفقة أي 3000 ليرة ليصبح المبلغ الإجمالي في الحساب 9000 ليرة وتكون:

حقوق الملكية في البيع على المكشوف = إجمالي قيمة الحساب - القيمة السوقية للأسهم

بالنسبة إلى الأسهم المقترضة في المثال السابق يبلغ هامش الصيانة 30% ويكون هامش الصيانة $1,800 = 6,000 \times 30\%$ ، لذا فإنه يوجد في الحساب 1200 ليرة إضافية يمكن أن تخسرها دون أن يوجه لها تنبيه أو يمكن لها سحبها.

ما هو السعر الذي يمكن أن يصل إليه السهم حتى يصدر التنبيه للمتعامل (سعر القطع)؟

يمكن حساب سعر القطع بالمعادلة التالية:

القيمة السوقية = إجمالي قيمة الحساب ÷ (1 + نسبة هامش الصيانة) = 6,923 ليرة

وبالتالي فالسعر الذي يصدر عنده تنبيه لأروى هو 69.23 ليرة.

و تتعرض عمليات البيع على المكشوف للانتقاد من حين لآخر لاسيما في فترات الأزمات المالية عندما تنخفض أسعار الأسهم. وقد أوقفت على سبيل المثال سوق لندن المالية عمليات البيع على المكشوف خلال أزمة الرهن العقاري على 34 شركة مالية من آب 2008 و حتى يناير 2009. كما أوقفت هيئة الأوراق المالية الأمريكية عمليات البيع على المكشوف على أسهم 800 شركة خلال أزمة الرهن العقاري، نظرا لازدياد عمليات البيع على المكشوف على سهم بنك الاستثمار ليهمان بروذرز (Lehman Brothers) من 5 ملايين سهم إلى 39 مليون سهم خلال 3 أيام من 15 إلى 17 أيلول 2008.

قياس المركز القصير في الأسهم: أحد مقاييس المركز القصير في الأسهم هي نسبة البيع على المكشوف المتمثلة بنسبة عدد الأسهم المباعة على المكشوف إلى إجمالي عدد الأسهم القائمة للشركة. وبالنسبة لغالبية الأسهم تتراوح نسبة البيع على المكشوف بين 0.5% و 2%. إن قيمة مرتفعة لنسبة البيع على المكشوف (3% مثلا) تشير إلى عمليات بيع مكشوفة مرتفعة على السهم مما يعني أن كثيراً من المستثمرين يتوقعون انخفاض سعر السهم.

كما تفصح بعض المؤسسات المالية عن نسبة أخرى للبيع على المكشوف على أسهم الشركات المختلفة متمثلة بعدد الأسهم المباعة على المكشوف إلى المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة خلال الفترة نفسها. وكلما ارتفعت هذه النسبة كلما دل ذلك على ازدياد عمليات البيع على المكشوف. فإذا كانت نسبة البيع على المكشوف على أحد الأسهم 2 فإن ذلك يعني أن عدد الأسهم المباع على المكشوف هي ضعف عدد الأسهم المتداولة يوميا. أما إن ارتفعت نسبة البيع على المكشوف إلى 20 أو أكثر فإن هذا يشير إلى عمليات بيع على المكشوف مرتفعة وأن غالبية المضاربين يتوقعون انخفاض

أسعار الأسهم. ومن الجدير بالذكر أن نسبة البيع على المكشوف وصلت على بعض الأسهم إلى أكثر من 100 في بعض الأوقات.

5.3.2. آلية تنفيذ أوامر شراء الأسهم وبيعها

تختلف آلية تنفيذ أوامر شراء الأسهم وبيعها من سوق لآخر باختلاف أسلوب التعامل المعتمد في السوق. ويمكن التمييز بين أسلوبين رئيسيين للتعامل في السوق هما أسلوب المزاد المستمر (المعتمد في سوق نيويورك و سوق دمشق للأوراق المالية)، و أسلوب صناع السوق (المعتمد في بورصة نازداك ولندن).

أ. أسلوب المزاد المستمر:

يتم تداول الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام أسلوب المزاد المستمر أي أنه يتم ترتيب أوامر البيع والشراء التي يصدرها المستثمرون وفق عدة اعتبارات أهمها السعر، ثم الكمية، ثم وقت إصدار الأمر، بحيث يتم تنفيذ الأوامر التي تتلاقى فيها أسعار أوامر البيع و الشراء. ويطلق على هذا الأسلوب مسمى المزاد لأن أوامر الشراء يتم ترتيبها تنازليا حسب السعر حيث يأتي أمر الشراء بالسعر الأعلى أولاً.

لنفترض أن مستثمرا رغب في بيع عدد من أسهم إحدى الشركات فإنه يتوجب عليه أولاً فتح حساب مستثمر لدى إحدى شركات الوساطة المالية يحصل بعدها على رقم مستثمر و يملاً طلبا يفوض فيه شركة الوساطة بتولي عمليات البيع و الشراء التي يفوضه بها. عندها تتأكد شركة الوساطة المالية من امتلاكه للأسهم التي ينوي بيعها إلكترونياً (لا يسمح بالبيع على المكشوف) عبر الاتصال بشبكة مركز المقاصة والحفظ المركزي. ثانياً، يتصل المستثمر بشركة الوساطة في اليوم الذي يرغب بيع الأسهم فيه ليعطي أمر بيع هو في الغالب أمر يومي (صالح ليوم واحد) تنقله شركة الوساطة إلى ممثلها

في صالة التداول الذي يدخله بدوره إلى نظام التداول الإلكتروني والذي يعتمد إلى ترتيبها الإلكتروني في سلم الأوامر بحسب عدة اعتبارات. إن تم تنفيذ أمر البيع يتم تحصيل قيمة الصفقة خلال يومين بحيث يتم إيداع المتحصل من قيمة الصفقة بعد خصم العمولات (عمولات شركة الوساطة + عمولات السوق المالية + عمولات مركز المقاصة و الحفظ المركزي) في حساب المستثمر لدى شركة الوساطة بعد مرور يومي عمل.

أما إن رغب المستثمر شراء أسهم إحدى الشركات فإن عليه إيداع قيمة الصفقة بالكامل لدى شركة الوساطة حيث لا تسمح تعليمات التداول بالشراء بالهامش بينما تتشابه باقي الخطوات مع حالة أمر البيع.

وفي سوق نيويورك يتم تداول الأسهم أيضاً باستخدام أسلوب المزاد المستمر، إلا أن المتخصصين يقومون بدور هام في السوق. فلكل سهم متخصص بينما يستطيع المتخصص التخصص بأكثر من سهم، حيث يقوم المتخصص بإدخال أوامر بيع وشراء على الأسهم التي يتخصص بها. كما أنه يأخذ مراكز بالأسهم التي يتخصص بها.

وفي بورصة نيويورك يوجد 443 متخصصاً (عام 2010)، يتخصص كل منهم في 5 إلى 8 أسهم، ويتبع كثير من هؤلاء المتخصصين إلى إحدى سبع شركات كبيرة. ويتاح للمتخصصين الاطلاع على أوامر السوق والأوامر المحددة وبناءً على تدفق هذه الأوامر يتدخل المتخصص بالبيع و الشراء للسهم الذي يتخصص فيه بما يحقق توازن السوق.

ب. أسلوب صناع السوق:

إن إحدى الوظائف الأساسية للمتخصصين صناعة السوق للأسهم التي يتخصصون بها. إن صناعة السوق تعني أن المتخصص يكون دوماً على استعداد لشراء وبيع الأسهم التي يتخصص بها وفق الأسعار التي يعرضها إن لم يجد مستثمراً آخر يرغب بالتعامل على

تلك الأسعار. لكن صناعة السوق لا تعني أن صانع السوق هو من يأخذ المركز المعاكس دوماً وفي كل صفقة بل تحدث كثير من الصفقات دون تدخل المتخصص. وتشير الإحصائيات أن المتخصصين يتدخلون في 10% تقريباً من جميع قيم الأسهم المتداولة بينما تنفذ باقي الصفقات دون تدخل المتخصصين. ويعتبر أسلوب صناع السوق الأسلوب المعتمد في سوق لندن المالي.

وفق هذا الأسلوب يمارس المتخصص وندور السمسار عبر ملاقاتة أوامر شراء الأسهم وبيعها ويتمثل ربح المتخصصين في الفرق بين سعري البيع و الشراء الذي يعرضونهم (كأنهم تاجر عملة). كما أن على المتخصص أخذ مراكز بالأسهم التي يتخصص بها.

ويعرض المتخصص سعر البيع و الشراء للسهم الذي يتخصص فيه. مما يحقق توازن السوق. سعر الشراء (Bid) هو السعر الذي يشتري به المتخصص السهم، وسعر البيع (Ask) هو السعر الذي يبيع بموجبه المتخصص السهم.

فإن عرض سهم شركة التعدين من قبل سمسار بسعر شراء 39.80 ليرة و بيع 40 ليرة فإن هامش السعر هو :

$$Spread = \frac{40.00 - 39.80}{40.00} = 0.5\%$$

مما يعني أنه إذا اشترى مستثمر سهم شركة التعدين على الأسعار المعروضة ثم باعه دون أن تتغير الأسعار المعروضة فإنه سيتعرض لخسارة قدرها 0.5% من قيمة استثماره في كل صفقة (round-trip transaction) تمثل تلك النسبة ربحاً للسمسار.

حتى ضمن السوق غير المنظمة (نازداك National Association of Securities Dealers Automated Quotation System) يلعب صناع السوق دورا هاما في تنفيذ الصفقات عبر مقابلة طلبات البيع والشراء التي يصدرها المتعاملون عبر شبكة الاتصالات و بالتالي يحققون ربحا من خلال الفرق بين أسعار البيع و الشراء المعروض. كما أن صناع السوق قد يحتفظون بمراكز كبيرة بالأسهم. أي أن صناع السوق في نازداك يلعبون نفس الدور الذي يلعبه المتخصصون في سوق لندن المالي. كما أن كل تاجر في نازداك هو صانع للسوق، و بالتالي يختلف الفرق بين سعر البيع و الشراء (الهامش) من صانع سوق لآخر.

أسئلة وتمارين:

- 1- ماهو الفرق بين الأسواق الأولية و الأسواق الثانوية؟
- 2- ماهو الفرق بين أمر السوق و أمر الإيقاف؟
- 3- كيف يعظم التمويل بالهامش كلا من فرص الربح و احتمال الخسارة للمستثمر؟
- 4- لنفترض أنك بعت على المكشوف 100 سهم لشركة انتل يتم تداولها اليوم في السوق بسعر 120 دولار للسهم:
 - a. ماهي أقصى خسارة ممكن أن تتعرض لها؟ وما أقصى ربح ممكن؟
 - b. ماهي أقصى خسارة ستتعرض لها لو أنك أصدرت أمر وقف شراء في نفس الوقت على سعر 128 دولار؟

5- فتح مستثمر حساب لدى شركة سمسة واشترى 300 سهم من أسهم شركة فورد بسعر \$40 واقترض المستثمر لذلك الغرض من السمسار \$4000 وكان سعر الفائدة على القرض 8%:

- a. ماهي نسبة الهامش المبدئي؟
b. إذا انخفض سعر السهم إلى \$30 نهاية العام فماهي حقوق الملكية المتبقية للمستثمر؟ لو أن هامش الصيانة 30% فهل سيتلقى المستثمر تنبيهها لرفع الهامش؟

c. ماهو العائد على استثمار المستثمر في هذه الحالة؟
6- توقع أحد المستثمرين ارتفاع سعر سهم شركة الاتصالات الذي يتداول حاليا عند سعر \$50 وكان يملك \$5000 يرغب في استثمارها في تلك الاسهم فاقترض \$5000 إضافية من سمساره بسعر فائدة 8% و استثمار كامل المبلغ (\$10000) في أسهم تلك الشركة:

- a. ماهو معدل العائد الذي سيحصل عليه المستثمر لو ارتفع سعر سهمه بمعدل 10% خلال العام القادم (تجاهل توزيعات الأرباح)؟
b. إذا كان هامش الصيانة 30%، فما هو سعر القطع؟

7- باستخدام المعلومات التالية للسنوات الخمس السابقة: معدل العائد الخالي من المخاطر 6% و معدل العائد للسهم أ هو 11% بينما معدل العائد للسهم ب هو 14% وكان الانحراف المعياري للعوائد للسهمين على التوالي 2% و 4% و بيتا السهمين 0.8 و 1.1 على التوالي. ماهو السهم الذي له أكبر عائد معدل بالمخاطر باستخدام مؤشر شارب ثم باستخدام مؤشر ترينور؟

- 8- ماهو العائد المتوقع على سهم له بيتا 1.2 و كان معدل العائد الخالي من المخاطر 7% و معدل العائد على السوق 10%؟
- 9- إذا كانت ربحية السهم الواحد المتوقعة على سهم شركة ما 4.38 ليرة و متوسط مكرر السعر الايراد للصناعة 27.192. فما هو السعر الذي ينبغي أن يتم عليه تداول السهم باستخدام طريقة مكرر السعر الايراد؟
- 10- إذا كان لسهم شركة ما بيتا 1.31:
- a. إن كانت أقصى خسارة يتوقع أن تلحق بالسوق بشكل يومي هي 3.2% (بالاعتماد على 95% مستوى ثقة) فما هي أقصى خسارة يومية قد تلحق بسهم الشركة؟
- b. إن استثمرت 19,000 ليرة في ذلك السهم فما هي أقصى خسارة قد تلحقك بالليرة ؟

الفصل الثالث: السوق النقدي





1.3. مفهوم السوق النقدي:

السوق النقدي هو السوق الذي يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل (سنة أو أقل) مثل أذونات الخزينة، وشهادات الإيداع، الأوراق التجارية، ودائع ما بين البنوك، قروض اليورو دولار وغيرها.

تختلف التدفقات النقدية للمؤسسات في آجالها حيث لا تتم مقبوضاتها ومدفوعاتها في نفس تواريخ الاستحقاق مما يخلق فجوات في التدفقات النقدية تؤثر في إيرادات هذه المؤسسات. لذا فإنها تسعى إلى استثمار الفائض من الأموال المتجمعة لديها في أدوات استثمار قليلة المخاطر وتتمتع بدرجة عالية من السيولة، أو تأمين أموال تحتاجها لفترات زمنية قصيرة وهذا ما توفره لها السوق النقدية.

فعلى سبيل المثال تصدر وزارة الخزانة الأمريكية أذونات الخزينة و تستخدم المبالغ المتحصلة من الإصدار في تمويل عجز الميزانية. كما قد تصدر إحدى الشركات أوراقا تجارية وتستخدم المتحصل منها في تمويل الأنشطة الحالية أو توسيع الأنشطة القائمة. كما قد تصدر المؤسسات المالية أوراقا نقدية مختلفة وتستخدم حصيلتها في منح القروض للأفراد والمؤسسات. كل ذلك يتيح للأفراد والمؤسسات والحكومات زيادة إنفاقها وبالتالي تمويل النمو الاقتصادي.

2.3. مميزات و شروط السوق النقدي

والسوق النقدي كأى سوق له خصائص جوهرية تميزه عن غيره:

- أ- يتميز السوق النقدي بالمرونة العالية حيث تتم معظم الصفقات في السوق الثانوي وبإجراءات بسيطة وتكاليف منخفضة .

ب - انخفاض درجة المخاطرة :

1- تدني درجة المخاطرة السعرية التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها، لأن هذه الأوراق من النوع قصير الأجل. لذلك إن هذه الأوراق من النوع قصير الأجل.

2- تدني درجة مخاطر الائتمان التي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه، على اعتبار أن الأوراق المالية المتداولة فيها، خاصة في السوق الثانوية. لأنها تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية .

ج - سيولتها النسبية. والسيولة تعني القدرة على التحول إلى نقود قانونية خلال مدة قصيرة وبأقل قدر ممكن من الخسارة أو الخطر. لذا يُقبل الأفراد و المؤسسات و الحكومات على توظيف فوائضها النقدية قصيرة الأجل في أدوات السوق النقدية.

هـ- يعتبر سعر الفائدة المؤشر الوحيد في السوق النقدية ويعتبر ثمن التوازن فيها.

3.3. المتعاملون في السوق النقدي

أولاً: البنوك التجارية :

إن المصدر الرئيسي لأموال البنوك التجارية هو ودائع العملاء، كما أن المصدر الرئيسي لاستخدامات أموال تلك البنوك هو التسهيلات الائتمانية ، وعلى البنوك أن توازن بين ثلاثة عناصر رئيسية في إدارتها لمطلوباتها وهي :

1- السيولة 2- الضمان 3- الربحية

ولذلك فهي تلجأ إلى استثمار جزء من ودائع العملاء بأدوات السوق النقدية القصيرة الأجل. وبالتالي تحقق لها درجة عالية من السيولة وتحقق عائداً على هذه الاستثمارات بدلا من الاحتفاظ بالأموال بشكل صورة نقدية.

ويلاحظ أن البنوك التجارية توظف نسبة أكبر من محافظها في أدوات السوق النقدي بالمقارنة مع صناديق التقاعد نظراً لأن تدفقاتها النقدية المستقبلية أكثر تلقياً من صناديق التقاعد.

كما قد تلجأ البنوك التجارية إلى إصدار بعض أدوات السوق النقدي لتأمين السيولة التي تحتاجها. فعلى سبيل المثال تصدر البنوك التجارية شهادات الإيداع و تنظم اتفاقيات إعادة شراء لحسابها كما أنها تحصل على التمويل عبر قروض فائض الاحتياطي الإلزامي.

ثانياً : البنوك المركزية:

إن أهداف البنك المركزي الرئيسية تتضمن الحفاظ على الاستقرار النقدي و ضمان قابلية العملة المحلية للتحويل وتشجيع النمو الاقتصادي.

ولكي يحقق هذه الأهداف فإن عليه القيام بالوظائف الآتية :

1. إصدار النقد وتزويد السوق بالنقد والمسكوكات والاحتفاظ بمخزون كاف منها والتي تعتبر أهم أداة للتعامل في السوق النقدية .
2. الاحتفاظ باحتياطٍ من الذهب والعملات الأجنبية مقابل النقد المصدر وإدارة هذا الاحتياطي وفقاً لتطورات أسواق الصرف والأسواق النقدية والمالية المحلية والعالمية بما يوفر عنصري الضمان والربحية لهذه الاحتياطات .

3. تنظيم كميات الائتمان ونوعيته وكلفته ليتجاوب مع متطلبات النمو الاقتصادي، والاستقرار النقدي وذلك بتعديل أو تغيير نسبة الاحتياطي القانوني الإلزامي، وتغيير أسعار الفائدة واحتياطي السيولة وسعر إعادة الخصم (السياسة النقدية).

4. القيام بعمليات السوق المفتوحة وذلك عبر دخول البنك بائعاً أو مشترياً لأدوات السوق النقدي. ويتم ذلك عبر تنظيم مزادات بيع أذونات الخزنة في حال رغّب البنك المركزي بسحب السيولة من السوق وخفض التضخم، أو عبر إعادة شراء أذونات الخزنة مما يزيد السيولة في السوق.

ثالثاً : مؤسسات التقاعد والضمان والتأمين والادخار:

وتشمل صناديق التقاعد، مؤسسات الضمان الاجتماعي، شركات التأمين وصناديق الادخار والتوفير، حيث يتجمع لديها أموال كبيرة نتيجة الاشتراكات والأقساط الشهرية التي تُدفع لها وهي تستثمر جزءاً من موجوداتها على شكل ودائع في البنوك التجارية، وبشراء أدوات السوق النقدية (كشهادات الإيداع وأذون الخزنة وغيرها) بحيث يمكن تحويلها إلى نقود بسرعة وسهولة في حال رغّب مدراء محافظهم الاستثمارية نقل استثماراتهم إلى الأسهم أو السندات.

كما تُوظف صناديق الاستثمار بالسوق النقدي المتحصلات من بيع حصص فيها في أدوات السوق النقدي من أذونات خزنة، أوراق تجارية، شهادات إيداع، إتفاقيات إعادة شراء، و قبولات مصرفية بهدف الحصول على عائد مناسب مع الحفاظ على المستوى المطلوب من السيولة.

رابعاً : الأفراد:

يبحث الأفراد الراغبون في الاستثمار في أدوات السوق النقدي عن وسائل الاستثمار التي تعطيهم درجة مرتفعة من السيولة بأقل قدر من المخاطر و بأفضل عائد ممكن. وهم بذلك يستثمرون أموالهم إما بودائع لدى البنوك، أو بأدوات السوق النقدية مثل شهادات الإيداع أو أذونات الخزينة.

إلا أن ارتفاع أسعار أدوات السوق النقدي يحد من قدرة الأفراد على الاستثمار المباشر في السوق النقدي و يدفعهم إلى توظيفها في صناديق الاستثمار بالسوق النقدي بما يؤمن لهم ميزة التنويع في حدود إمكاناتهم المادية. كما قد تُفرض قيود قانونية تمنع الأفراد من شراء بعض أدوات السوق النقدي. فعلى سبيل المثال، لم يُسمح للأفراد المتقدم لمزادات أذونات الخزنة في سوريه و سُمح فقط للبنوك التقدم لها.

و يلخص الجدول التالي الاستخدام المؤسساتي لسوق النقد:

نوع المؤسسة المالية	دورها في سوق النقد
البنوك التجارية	∅ إصدار شهادات الإيداع والإقراض و/أو الاقتراض باستخدام فائض الاحتياطي الإلزامي ∅ إصدار القبولات المصرفية ∅ تقديم خط ائتمان للشركات الراغبة في إصدار أوراق تجارية
الشركات المالية	∅ إصدار الأوراق التجارية
صناديق الاستثمار بالسوق النقدي	∅ تستخدم المتحصلات من بيع وحداتها الاستثمارية في شراء أدوات السوق النقدي
شركات التأمين	∅ استثمار نسب كبيرة من قيمة أقساط التأمين في أدوات سوق النقد لغايات السيولة
صناديق التقاعد	∅ استثمار نسب كبيرة من المساهمات التقاعدية في أدوات سوق النقد لسيولتها بحيث يمكن نقل الاستثمارات إلى سوق آخر بسرعة

4.3. أدوات السوق النقدي

1.4.3. أذونات الخزينة:

وهي أوراق مالية تصدرها الحكومة أو وزارة المالية، لتمويل خزينة الحكومة، وتباع هذه الأوراق بخصم نقدي. و تصدر في الولايات المتحدة الأمريكية أسبوعياً لعدة

آجال تتراوح بين 4 أسابيع، 13 أسبوعاً، و 26 أسبوعاً. كما تصدر شهرياً لأجل سنة واحدة.

عادة يتم اصدار أذونات الخزينة بشكل ورقي أما الآن فتصدر بشكل الكتروني كما أن القيمة الاسمية المعتادة لأذونات الخزينة انخفضت من \$10000 إلى \$1000. ومن الجدير بالذكر أن أذونات الخزينة لا تدفع فوائد بل تباع بخخص من قيمتها الاسمية وبالتالي فإن العائد الذي يحققه المستثمر من الاحتفاظ بأذونات الخزينة حتى تاريخ الاستحقاق يتمثل بالفرق بين القيمة الاسمية و المبلغ المدفوع عند الشراء. و تتمتع أذونات الخزينة بالمزايا الآتية:

1. انتظام الإصدارات واستمراريتها.
2. تصدر بمبالغ كبيرة حسب احتياجات خزينة الدولة.
3. تصدر بخخص.
4. تباع بالميزان.
5. تتمتع بسيولة عالية نظراً لأجلها القصير و توفر سوقاً ثانوياً نشطاً لها.
6. تكاد تكون درجة المخاطرة فيها معدومة .
7. إعفاء جزء من عائد الاستثمار بها من الضريبة.
8. قصر مدة استحقاقها.
9. مضمونة من قبل الحكومة .

يستثمر في أذونات الخزينة المؤسسات المالية التي تقبل الودائع و ذلك بهدف الاحتفاظ بجزء من الأموال في أصول يسهل تحويلها إلى نقد إذا ما واجهت تلك المؤسسات سحباً مرتفعة. كما أن الأفراد الذين يتمتعون بفوائض نقدية يستثمرون

في أذونات الخزينة للتمتع بسيولتها المرتفعة. كما قد تستثمر بها الشركات الكبيرة لكي تستخدمها في حال تعرضت لمصاريف طارئة.

أ- تسعير أذونات الخزينة:

يعتمد السعر الذي يدفعه المستثمر نظير شرائه لأذونات الخزينة على معدل العائد الذي يطلبه المستثمر على استثماره. ويحسب هذا السعر على أساس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع الحصول عليها من أذونات الخزينة. و نظراً لأن أذونات الخزينة لا تدفع فوائد فإن قيمة أذونات الخزينة تساوي القيمة الحالية للقيمة الاسمية.

فعلى سبيل المثال لو رغب مستثمر في الحصول على عائد قدره 7% على أذون خزينة مدته سنة واحدة و قيمته الاسمية \$10000، فإن السعر الذي يكون المستثمر مستعداً لدفعه يساوي:

$$P = \frac{Par}{1+k} = \frac{10000}{1+0.07} = \$9345.79$$

أما لو رغب المستثمر في الحصول على عائد أعلى فإنه سيخصم القيمة الاسمية بمعدل أعلى وعندها سيصبح مستعداً لدفع مبلغ أقل لشراء أذون الخزينة و يمكن أن تتأكد من ذلك فيما لو استبدلت معدل العائد المطلوب بمعدل 8% ثم بمعدل 9%.

أما إذا أردت تسعير أذون خزينة يقل أجل استحقاقه عن سنة فإنه ينبغي أن تخفض معدل العائد المطلوب بحسب أجزاء السنة التي ستستثمر بها تلك الأموال.

فعلى سبيل المثال لو رغب مستثمر في الحصول على عائد سنوي قدره 6% على أذون خزينة مدته ستة أشهر و قيمته الاسمية \$10000، فإن العائد نصف

السنوي الذي يطلبه يساوي 3% و بالتالي يكون السعر الذي يستعد المستثمر لدفعه مساويا ل:

$$P = \frac{Par}{1+k} = \frac{10000}{1+0.03} = \$970874$$

ب - مزادات أذونات الخزينة:

السوق الأولية لأذونات الخزينة هي المزاد. ففي الولايات المتحدة الأمريكية يستطيع المستثمرون الأفراد تقديم عروضهم لشراء أذونات الخزينة المصدرة لأول مرة بشكل الكتروني على الموقع الالكتروني لوزارة الخزانة الأمريكية. أما المؤسسات المالية فتستطيع تقديم عروضها بشكل الكتروني أيضا لكن عبر نظام تداول الكتروني مخصص لذلك الغرض يدعى TAAPS-Link. يفتح الأفراد و المؤسسات الراغبون في شراء أذونات الخزانة و أي من الأوراق المالية الحكومية حسابا لدى وزارة الخزانة، ومن ثم يحدد المتعامل المبالغ و الاجال التي يود الاستثمار بها ويقدم عرضه بشكل الكتروني. تسحب الخزانة تلك الأموال من حسابات أصحابها بحسب العروض الراجعة و من ثم تدفع في حساباتهم تلك ما يستحق لهم من أموال في تاريخ الاستحقاق. ونظرا لأن المبالغ التي ترغب الخزانة باقتراضها محدودة، و بالتالي أذونات الخزينة المباعة ستكون محدودة أيضا، فإن هناك نوعين من العروض التي يستطيع أن يقدمها المتعامل الذي يرغب في الاستثمار بأذونات الخزينة، عروض على أساس تنافسي حيث يتم تحديد الكمية والسعر، وعروض غير تنافسية يحدد فيها الكمية فقط.

فإذا كان المستثمرون يرغبون في ضمان الحصول على حصة من الإصدار فإن عليهم التقدم بعرض غير تنافسي، إلا أنه يؤخذ على هذا العرض أن أقصى ما يمكن شراؤه بموجب هذا العرض غير التنافسي هو خمسة ملايين دولار للمزاد الواحد. لذا

تلجأ المؤسسات المالية الكبيرة إلى تقديم عروض تنافسية بهدف شراء حصة أكبر من الإصدار.

وتكون آلية توزيع الاصدار كمايلي: بعد الأخذ بعين الاعتبار عدد العروض غير التنافسية، يتم قبول أعلى العروض التنافسية أولاً وهكذا نزولاً حتى يتم تأمين المبلغ اللازم تأمينه من العروض التنافسية، ثم ترفض العروض التنافسية التي تقل عن أقل سعر مقبول. ومن ثم يكون السعر الذي يلتزم به جميع المتقدمين للعروض تنافسية و غير تنافسية، هو أقل سعر مقبول. إن السبب الذي يدفع المستثمرين إلى تقديم عروض تنافسية هو فرصة الحصول على حصة أكبر من الاصدار.

عادة ماتكون الأسعار المدفوعة على أذونات الخزينة لأجل 6 أشهر أقل منها لأجل 3 أشهر نظراً لطول أجل الاستثمار، كما أن السعر المنخفض على أذونات الخزينة لأجل 6 أشهر يرفع معدل العائد على أذونات الخزينة هذه بالمقارنة مع أذونات الخزينة لأجل 3 أشهر.

ت - حساب العائد على أذون الخزينة :

نظراً لأن أذونات الخزينة لا تدفع فوائد دورية بل تباع بخخصم لذا فإن العائد على أذونات الخزينة يتأثر بالفرق بين سعر الشراء و البيع لأذونات الخزينة هذه. فإذا اشترى مستثمر إصداراً جديداً من أذونات الخزينة واحتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق، فإن العائد يتحدد بالفرق بين القيمة الاسمية و سعر الشراء لأذونات الخزينة. أما لو تم بيع أذونات الخزينة قبل تاريخ الاستحقاق فإن العائد عليها يتحدد بالفرق بين سعر البيع في السوق الثانوية و سعر الشراء.

يتم حساب العائد السنوي من الاستثمار في أذونات الخزينة وفق القانون التالي:

$$Y_T = \frac{SP - PP}{PP} \times \frac{365}{n}$$

حيث إن SP يتمثل في سعر البيع، و PP يتمثل في سعر الشراء و n تتمثل في عدد أيام الاستثمار (الاحتفاظ بأذونات الخزينة). فعلى سبيل المثال لو اشترى مستثمر أذونات خزينة بسعر \$9600 و مدتها ستة أشهر و لها قيمة اسمية \$10000، فإن معدل العائد السنوي على أذونات الخزينة هو:

$$Y_T = \frac{SP - PP}{PP} \times \frac{365}{n} = \frac{10000 - 9600}{9600} \times \frac{365}{182} = 8.36\%$$

أما لو تم بيع أذونات الخزينة هذه قبل تاريخ الاستحقاق فإن سعر البيع و العائد السنوي سيعتمد على ظروف السوق وقت البيع. فإذا فرضنا أن المستثمر يخطط لبيع أذونات الخزينة بعد 120 يوم بسعر متوقع \$9820 فإن معدل العائد السنوي المتوقع:

$$Y_T = \frac{9820 - 9600}{9600} \times \frac{365}{120} = 6.97\%$$

أي أنه كلما انخفض سعر البيع كلما انخفض معدل العائد السنوي.

ث - حساب معدل الخصم على أذون الخزينة :

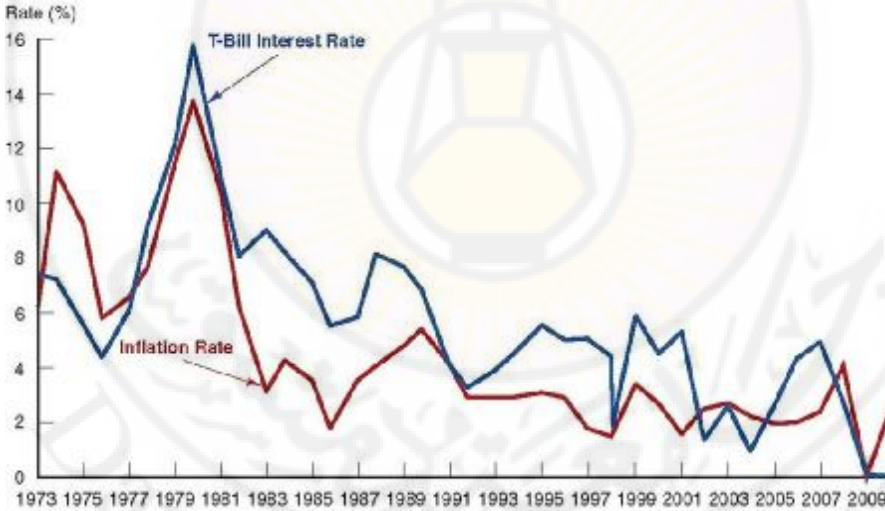
عادة ما يتم نشر معدل الخصم على أذونات الخزينة بالتوازي مع معدل العائد. و يمثل معدل الخصم هذا النسبة المئوية للخصم من سعر الشراء للإصدارات الحديثة من أذونات الخزينة ويحسب بالمعادلة التالية على اعتبار أن السنة تحتوي 360 يوم:

$$Discount = \frac{Par - PP}{Par} \times \frac{360}{n}$$

فإذا عدنا إلى المثال الأول و أردنا حساب معدل الخصم على أذونات الخزنة نجده:

$$Discount = \frac{10000 - 9600}{10000} \times \frac{360}{182} = 7.91\%$$

و من الملاحظ أن معدل العائد على أذونات الخزينة المصدرة حديثاً يزيد دوماً عن معدل الخصم بسبب استخدام سعر الشراء في المقام في حالة حساب معدل العائد بينما يتم استخدام القيمة الاسمية في حالة معدل الخصم. أضف إلى ذلك أن معادلة العائد تعتمد 365 يوماً في السنة بينما تعتمد معادلة الخصم 360 يوماً في السنة.



العلاقة بين معدلات العائد على أذونات الخزينة و معدلات التضخم بين عامي 1973 و 2010

يظهر من الشكل السابق أن معدل التضخم زاد في عدة فترات عن معدل العائد على أذونات الخزينة مما يعني عائداً حقيقياً سلبياً على الاستثمار في أذونات الخزينة في فترات معينة.

2.4.3. الأوراق التجارية:

وهي أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها عادة الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة وذات المكانة الراسخة والمعروفة في المجتمع، وشركات التأمين وبعض الشركات غير المصرفية والبنوك الكبيرة بهدف الحصول على تمويل قصير الأجل . ونظراً لأن أجل استحقاق هذه الإصدارات يكون قصيراً ففي العادة يفضل معظم حائزيها من المستثمرين أن يحتفظوا بها حتى تاريخ استحقاقها على أن يقوموا ببيعها ولذلك يكون سوق تداول هذه الأوراق ضعيفاً نسبياً، الأمر الذي يؤدي إلى تعرض أسعارها في العادة لتقلبات كبيرة.

قبل عقد الستينيات من القرن العشرين اقترضت الشركات الكبيرة كثيراً من البنوك ، ولكن بعد هذا العقد، بدأت هذه الشركات في إصدار وبيع أوراق تجارية للوسطاء الماليين في السوق المالية مما ساعدها في الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها بصورة مباشرة بدلاً من الاعتماد على المصارف. وعموماً تتمثل الأوراق التجارية في كمبيالات تتراوح آجالها عادة بين 20 و 45 يوماً إلا أنها من حيث المبدأ يمكن أن تصدر لأجل يوم واحد وحتى 270 يوم كحد أقصى.

و تصدر الأوراق التجارية بقيمة اسمية أدناها \$100000 وعادة ما تكون بمضاعفات المليون. و بسبب هذه القيم الاسمية المرتفعة فإنه نادراً ما يستثمر الأفراد مباشرة في الأوراق التجارية بل قد يلجؤون إلى الاستثمار غير المباشر عبر صناديق السوق النقدية التي تجمع الأموال من عدد من المستثمرين و التي تعتبر المستثمر الرئيسي في الأوراق التجارية.

في ظل الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق تبرز أربع سمات أساسية لها:

أ. من غير الضروري أن تكون الأوراق التجارية مضمونة بأي أصل من أصول المنشأة، فالضامن الأساسي للمتعاملين فيها هو سمعة المنشأة ومكانتها والتي بفضلها قبلت الجهات المصدرة للأوراق التجارية الالتزام بسداد قيمة تلك الأوراق في تاريخ الاستحقاق.

ب. أحيانا تكون الأوراق التجارية مضمونة بخط تسهيلات ائتمانية مقدم من أحد المصارف. إن التزام المصارف بالسداد في حال عجزت الشركة عن طرح إصدار جديد لتسديد إصدار سابق يجعل مخاطر الاستثمار في تلك الأوراق محدودة، ومن ثم يصبح من المتوقع أن يكون معدل الفائدة الذي تحمله منخفضا ويعادل تقريبا معدل الفائدة على الكمبيالات المصرفية. وتتقاضى المصارف عادة عمولة منخفضة على تلك التسهيلات تصل إلى (0.5%) من التسهيلات المستخدمة.

ت. وأخيرا فإنه نظراً لأن مركز تلك الأوراق مستمد من مركز المنشأة المصدرة لها والتي قد تكون عرضة للإفلاس، فإنه رغبة في حماية المستثمرين واطلاعهم على درجة المخاطرة الحقيقية لكل ورقة، تنشر بعض المؤسسات المتخصصة مثل مؤسسة "ستاندارد آند بورز و مووديز و فيتش" تصنيفا ائتمانيا للشركات المصدرة للأوراق التجارية تركز فيه على قدرة الشركة المصدرة للأوراق التجارية على تسديد التزاماتها قصيرة الأجل.

وعلى سبيل المثال تستطيع صناديق الاستثمار في السوق النقدي الاستثمار في الأوراق التجارية من الدرجة الأولى و الثانية فقط و بشرط ألا تزيد توظيفاتها في الأوراق التجارية من الدرجة الثانية عن 5% من إجمالي التوظيفات. مما يعني أن الشركات ذات التصنيف الائتماني المرتفع أكثر قدرة على بيع إصداراتها في السوق

بالمقارنة مع الشركات ذات التصنيف الائتماني الأقل جودة. كما أنها تستطيع بيع أوراقها التجارية بسعر فائدة يقل عن الشركات ذات التصنيف الائتماني المنخفض. مما يقارب (1.5%) خلال فترات الكساد و ينخفض الفارق إلى (0.5%) في باقي الفترات.

تطرح الشركات عادة أوراقها التجارية للبيع بشكل مباشر للجمهور كما باع العديد من الشركات مثل "فورد" أوراقها التجارية عن طريق الانترنت. إلا أن شركات أخرى تفضل بيع أوراقها التجارية عبر وسطاء بعمولة تصل إلى ثمن الواحد بالمثل.

ج- حساب العائد على الأوراق التجارية :

عادة ما يكون العائد على الأوراق التجارية أعلى من العائد على أذونات الخزينة التي لها نفس أجل الإستحقاق نظراً لأن الأوراق التجارية لها مخاطر أعلى و سوق ثانوية أقل نشاطاً من أذونات الخزينة. و يتمثل العائد الذي يحصل عليه المستثمر في الأوراق التجارية بالفرق بين سعر شراء الورقة التجارية و القيمة الاسمية للورقة التجارية. لذا يمكن حساب العائد على الورقة التجارية بنفس طريقة حسابه لأذونات الخزينة مع فرق استخدام عدد أيام السنة 360 يوم:

لحساب العائد السنوي على الورقة التجارية :

$$Y_T = \frac{Par - PP}{PP} \times \frac{360}{n}$$

حيث إن Par هو القيمة الاسمية للورقة و PP هو سعر شراء الورقة و n هي

عدد الأيام حتى تاريخ الاستحقاق

مثال: اشترى مستثمر ورقة تجارية مدتها 120 يوم و قيمتها الاسمية 300,000 دولار بسعر 289,000 دولار. فما هو العائد السنوي للورقة التجارية؟

$$Y_{cp} = \frac{300,000 - 289,000}{289,000} \times \frac{360}{120} = 11.42\%$$

تفضل بعض الشركات تأمين احتياجاتها المالية قصيرة الأجل عن طريق الأوراق التجارية بدلا من الاقتراض من البنوك بسبب انخفاض تكلفة التمويل في حالة الأوراق التجارية لاسيما بالنسبة للشركات الكبيرة. ومع ذلك نجد أنها تلجأ إلى البنوك، من حين لآخر، للاقتراض للحفاظ على علاقاتها التجارية معها.

و يظهر الشكل التالي العلاقة بين سعر الفائدة الأساس و معدل العائد على الأوراق التجارية أساس حيث يظهر أن الفارق يبلغ 200 نقطة معظم الوقت:



العلاقة بين العائد على أذونات الخزنة وسعر الفائدة الأساس في الولايات المتحدة بين 1990 و 2010

كما يظهر الشكل التالي انخفاض أحجام الأوراق التجارية المصدرة في فترات الركود الاقتصادي على الرغم من الحجم المرتفع من الأوراق التجارية في السوق والمقدرة بتريليون دولار و نصف.



حجم الأوراق التجارية المصدرة بين 1990 و 2010

3.4.3. القبولات المصرفية :

القبول المصرفي يعني قبول المصرف المسؤولية عن دفع مبلغ نقدي مستقبلي، ويستخدمها المستوردون المحليون في استيراد بضاعة أجنبية على الحساب. حيث يفضل المصدرون الأجانب أن يضمن المصرف حصولهم على أثمان بضائعهم عندما يرسلونها إلى المستوردين. يسهل المصرف عملية التصدير هذه عبر الختم على ورقة السحب بكلمة (مقبول) والتي تلزمه بسداد مبلغ نقدي في وقت محدد. و في المقابل يسدد المستورد للمصرف ذلك المبلغ مضافا اليه عمولة للبنك مقابل ذلك التعهد.

يمكن أن يحتفظ المصدر بورقة القبول المصرفي هذه حتى تاريخ الدفع لكنه غالباً ما يلجأ إلى بيعها بخخص قبل ذلك التاريخ للحصول على النقد فوراً. و يحصل المستثمر الذي اشترى ذلك القبول على قيمة القبول في الموعد المحدد. و يتحدد عائد المستثمر في القبول المصرفي (كما في الأوراق التجارية) بالفرق بين المبلغ المخصوم الذي دفعه لشراء القبول و المبلغ الذي حصل عليه في موعد استحقاق القبول.

ويعتبر القبول المصرفي أداة استثمارية قصيرة الأجل قابلة للخصم لدى المصرف المركزي مما يوفر لها ميزة الأمان وتسهيل تداولها في السوق الثانوية، و تتراوح مدة القبول المصرفي بين 30 و 270 يوم . و نظراً لإمكانية عجز المصرف عن سداد مبلغ القبول في الموعد المحدد فإن المستثمر في القبول المصرفي سيكون معرضاً لخطر الإفلاس لذا يستحق الحصول على عائد أعلى من العائد على أذونات الخزينة لتعويضه عن هذا الخطر.

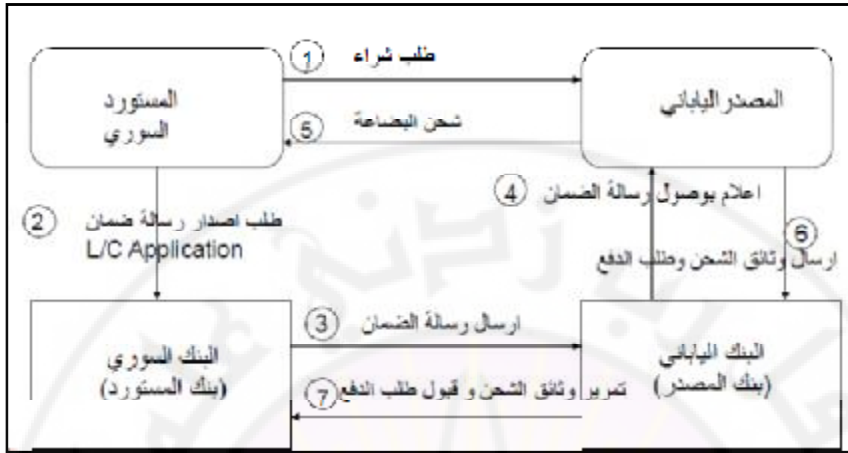
يتوفر في القبولات المصرفية عنصر السيولة و لها سوق ثانوية نشطة نظراً لأنه يتم خصمها في الغالب و بيعها من قبل الشركة المصدرة قبل تاريخ الاستحقاق. و يعمل الوسطاء في السوق الثانوية على الجمع بين الشركات الراغبة في بيع القبولات المصرفية وتلك التي ترغب في شرائها عن طريق عرض سعري شراء وبيع يمثل الفرق بينهما هامش ربح الوسطاء ويتراوح هذا الهامش بين ثمن و سبع الواحد بالمئة.

تصدر القبولات المصرفية عادة بقيمة \$1000 ومضاعفاتها ويرتبط حجم القبولات المتداولة بمعدلات الفائدة على القروض المصرفية. عند انخفاض أسعار الفائدة يقل الطلب عليها نظراً لأنه من القروض المصرفية فعند انخفاض أسعار الفائدة يقل الطلب عليها لأنه من الأنسب في هذه الحالة للمستورد أن يحصل على قرض مباشرة

ويزيد الإقبال عليها في الحالة المعاكسة لأن الزيادة في معدلات الفائدة ستكون على القبولات أقل من الزيادة على القروض بسبب الأجل القصير للقبولات .

ح- الخطوات المتضمنة في القبول المصرفي:

يوضح الشكل التالي خطوات التعامل بالقبول المصرفي. و لكي نفهم هذه الخطوات نفترض أن لدينا مستورداً سورياً يرغب في استيراد بضاعة يابانية. أولاً: يرسل المستورد السوري بطلب شراء للبضائع إلى الشركة اليابانية (خطوة 1). فإذا لم يكن المستورد معروفاً للشركة اليابانية فإنها قد تطلب من المستورد تسديد كامل ثمن البضاعة قبل إرسالها له الأمر الذي قد لا يرغب به المستورد السوري. الحل الوسط في هذه الحالة يتمثل في استخدام القبول المصرفي حيث يطلب المستورد السوري من مصرفه إصدار رسالة ضمان باسمه (اسم المستورد) (خطوة 2). تمثل رسالة الضمان هذه تعهداً من البنك بضمان تسديد قيمة الصفقة إلى المصدر الياباني. ثم يرسل بنك المستورد السوري رسالة الضمان هذه إلى بنك المصدر الياباني (خطوة 3) و الذي (بنك المصدر الياباني) يبلغ بدوره المصدر باستلام رسالة الضمان هذه (خطوة 4). يرسل بعدها المصدر الياباني البضاعة إلى المستورد السوري (خطوة 5) و يرسل في ذات الوقت المصدر الياباني وثائق الشحن (التي تثبت شحن البضاعة) إلى بنكه (خطوة 6) والذي يمررها بدوره إلى بنك المستورد السوري (خطوة 7). بعد هذه الخطوة يتم إصدار القبول المصرفي و الذي يلزم بنك التاجر السوري المستورد بدفع قيمة البضاعة لحامل القبول المصرفي في الوقت المحدد في المستقبل. يمكن أن يتم بيع القبول المصرفي إلى مستثمر في سوق النقد بخخص غالباً ما يكون مستثمراً لأجل قصير. وعندما يستحق القبول المصرفي يدفع المستورد السوري قيمة البضاعة إلى بنك المستورد و الذي بدوره يسدد قيمة القبول المصرفي للمستثمر الذي يقدمه للتحصيل.



4.4.3. شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:

وهي شهادات تصدرها المصارف التجارية الكبيرة وغيرها من مؤسسات الإيداع للحصول على التمويل قصير الأجل. و تصدر بقيمة \$100000 و مضاعفاتها وتعطي حاملها فائدة سنوية بنسبة معينة، وتسترد قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها من البنك الذي أصدرها. وغالبا ما يستثمر بهذه الشهادات الشركات غير المالية نظرا لكبر حجم هذه الشهادات، كما قد يستثمر بها الأفراد عبر تجميع استثماراتهم في صناديق السوق النقدية.

كانت هذه الشهادات اسمية وغير قابلة للتداول (البيع من شخص لآخر) في أمريكا قبل عام 1961. ومنذ 1961 أصبحت تتمتع بإمكانية إعادة بيعها في السوق الثانوية، ومن هنا جاء وصفها بأنها شهادات قابلة للتداول، وتقوم معظم المصارف التجارية حاليا في أمريكا بإصدار هذه الشهادات بنجاح كبير، حيث تمثل مصدرا هاما للموارد المالية التي تحصل عليها البنوك التجارية.

وتتراوح آجال شهادات الإيداع هذه بين أسبوعين و سنة واحدة، كما يتوفر سوق ثانوية لهذه الشهادات توفر السيولة للمستثمرين بها، وغالبا ما تتجنب المصارف طرح إصدار جديد من هذه الشهادات قبل أن يتم استرداد الشهادات القديمة كي لا تنافس الإصدارات الجديدة الإصدارات القديمة، و حتى لا تؤدي زيادة العرض إلى تخفيض أسعار الإصدارات الجديدة من شهادات الإيداع.

هناك عدة طرق لطرح شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: الأولى مباشرة من خلال شركة مراسلة متخصصة في طرح شهادات الإيداع، أما الأخرى فغير مباشرة من خلال سماسرة الأوراق المالية الذين يقومون بإعادة بيعها. و عادة ما تتم عملية بيع هذه الشهادات بسعر أعلى في الطريقة الأولى.

وتعطي شهادات الإيداع هذه (علاوة) عائداً أعلى من العائد الذي تمنحه أذونات الخزينة لتعويض المستثمرين عن مخاطر السيولة و الأمان. وعادة ما تزيد العلاوة خلال فترات الركود الاقتصادي نظرا لارتفاع هذه المخاطر خلال تلك الفترات. كما تعكس العلاوة شعور المستثمرين المرتبط بدرجة سلامة النظام المالي. فكلما زاد قلق المستثمرين حول سلامة النظام المالي كلما ارتفع العائد الذي يطلبه المستثمر على الاستثمار في شهادات الإيداع.

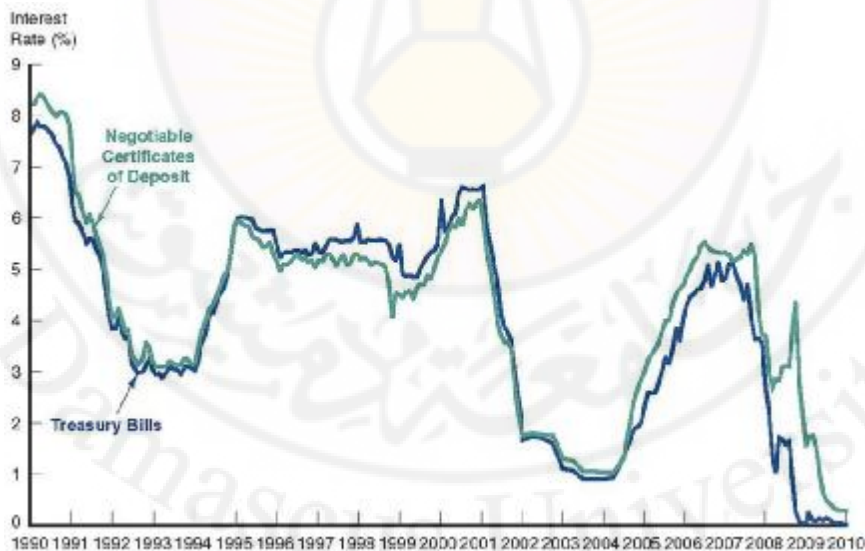
ويمثل العائد الذي يحصل عليه المستثمر في شهادات الإيداع بالفائدة على قيمة الشهادة، بالإضافة إلى الفرق بين سعر الشراء و السعر الذي يتم عليه استرداد شهادة الإيداع (أو بيعها في السوق الثانوية). و نظراً لأن شهادات الإيداع تصدر بالقيمة الاسمية فإن معدل العائد السنوي الذي تدفعه المصارف على شهادات الإيداع يتمثل بمعدل الفائدة السنوي على الشهادة. فإذا اشترى المستثمر الشهادة من المصدر و احتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق فإن معدل عائد الشهادة السنوي هو نفسه سعر

الفائدة. أما لو باع المستثمر الشهادة في السوق الثانوية قبل تاريخ الاستحقاق فإن معدل العائد السنوي على الشهادة سيختلف عن معدل الفائدة السنوي المعلن على الشهادة.

فعلى سبيل المثال لو اشترى مستثمر شهادة إيداع منذ سنة من السوق الثانوي بـ \$970000 و استرد قيمتها في تاريخ الاستحقاق اليوم فحصل على \$1000000. كما تلقى فائدة على شهادة الإيداع بلغت \$40000. فما هو معدل العائد السنوي على استثماره؟

$$Y_{NCD} = \frac{SP - PP + interest}{PP}$$

$$= \frac{1000000 - 970000 + 40000}{970000} = 7.22\%$$



العلاقة بين سعر الفائدة على أذونات الخزينة و سعر الفائدة على شهادات الإيداع القابلة للتداول

5.4.3. قرض فائض الاحتياطي الإلزامي :

يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه بمعدل فائدة يدعى معدل فائدة أموال الاحتياطي، ولا تعتبر تلك القروض أوراقاً مالية بالمعنى الواضح، ذلك أنها تتمثل في تعهد غير مكتوب مضمون من البنك المركزي، أو مؤسسة النقد التي تدير ذلك الاحتياطي، يلتزم فيه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوباً بفائدة تتحدد وفقاً لعوامل العرض والطلب. وعلى الرغم من أن اقتراض تلك الأموال عادة ما يكون في حدود ليلة واحدة، بهدف سد العجز في الاحتياطي الإلزامي، إلا أن الواقع قد أثبت أن تاريخ استحقاق تلك القروض قد يمتد لفترة أطول وذلك عندما يضطر البنك لاقتراض تلك الأموال لإستخدامها في الاستثمار، وحينئذ يصبح لزاماً عليه أن يطلب مد فترة القرض يوماً بيوماً، هذا ويلعب البنك المركزي دور الوسيط بين البنوك المقرضة والبنوك المقرضة. كما يمكن أن يكون الاتصال مباشراً بينها أو بواسطة سمسار متخصص في هذا النوع من القروض .

وتراقب الشركات عادة معدل الفائدة هذا نظراً لأن البنك المركزي يغير هذا المعدل من حين لآخر للتأثير في الظروف الاقتصادية كما تعتبره أطراف السوق المختلفة مؤشراً على احتمال حدوث تغير في عدد من معدلات الفائدة في السوق النقدية.

وعادة ماتكون أسعار الفائدة على قرض فائض الاحتياطي الإلزامي أعلى بقليل من سعر الفائدة على أذونات الخزينة نظراً لأن المقرض في قرض فائض الاحتياطي الإلزامي عرضة لخطر إفلاس المصرف المقترض للأموال. وبمجرد إبرام الصفقة يُخطر المصرف المقرض البنك المركزي بتحويل الأموال إلى المصرف المقترض. و تعد البنوك التجارية أكثر الأطراف فعالية في سوق قرض فائض الاحتياطي الإلزامي

ويقوم السماسرة بدور هام في هذا السوق بالتوفيق بين المؤسسات المالية المقرضة والمقرضة ويتقاضى السماسرة عمولة مقابل تقديم تلك الخدمة. ومعظم صفقات القرض هي لخمسة ملايين دولار أو أكثر، وقد تطورت أرقام قروض فائض الاحتياطي الإلزامي حتى بلغت \$200 بليون في الولايات المتحدة عام 2008.

6.4.3. الأوراق المالية بالدولارات الأوروبية (اليورو دولار):

نظرا لزيادة حجوم الصفقات المقيمة بالدولار الأمريكي التي تنفذها الشركات العالمية المختلفة خارج الولايات المتحدة الأمريكية فقد ازدادت حجوم الودائع بالدولار الأمريكي خارج الولايات المتحدة الأمريكية. كما أن سقف أسعار الفائدة الذي تفرضه السلطات الأمريكية تاريخيا على البنوك العاملة في الولايات المتحدة الأمريكية دفعت الشركات الأمريكية التي تملك فوائض دولاريه كبيرة إلى إيداعها في بنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية للاستفادة من سعر الفائدة المرتفع. اصطلاح على تسمية الدولارات المودعة في بنوك خارج حدود الولايات المتحدة الأمريكية باليورو دولار. وهنا توجد عدة أدوات للسوق النقدية تستخدم اليورو دولار.

أ. شهادات الإيداع باليورو دولار: وهي شهادات إيداع مقيمة بالدولار بمبالغ كبيرة (مليون دولار مثلا) مقبولة من بنوك في أوروبا. ويستثمر في هذه الشهادات بشكل رئيسي الشركات التي تتوقع تسديد مبالغ مستقبلية بالدولار لذا توظف المبالغ الفائضة عنها في هذه الشهادات بدلا من تحويلها إلى عملاتها المحلية. و بدورها تقرضها تلك البنوك المصدرة لهذه الشهادات إلى شركات أخرى على شكل قروض دولار أوروبي.

ب. سندات اليورو دولار: وهي أوراق مالية قصيرة الأجل تصدر للحامل مع أجل استحقاق لشهر، ثلاثة أشهر ، أو ستة أشهر. من كبار المستثمرين في هذه

الأوراق اليورو بنك (البنك الذي يقبل ودائع كبيرة و يقرض مبالغ كبيرة بالعملات الأجنبية المختلفة) الذي يسهم في طرح الإصدارات الجديدة من هذه الأوراق المالية.

ت. الأوراق التجارية باليورو دولار: تعطي الأوراق التجارية باليورو دولار فائدة تتراوح بين 50 و 100 نقطة أساس (0.05-0.1%) إضافة على سعر اللابور* ويتم بيع هذه الأوراق من قبل متعاملين مقابل عمولة تتراوح ما بين 5 إلى 10 نقاط أساس. و يمكن إصدار هذه الأوراق وفق آجال يحددها المستثمرون.

7.4.3. اتفاقيات إعادة الشراء :

وفقاً لاتفاقية إعادة الشراء (Repo) يبيع طرف لآخر أوراقا مالية على أن يتفقا في أن يعيد البائع شراء الأوراق المالية في وقت محدد في المستقبل و بسعر محدد. وهكذا لا يخرج اتفاق إعادة الشراء عن كونه قرضا قصير الأجل بضمان الوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق. فإذا عجز المقترض عن تسديد القرض يستطيع المقرض وضع يده على تلك الأوراق المالية و التصرف بها لاسترداد أمواله. وعادة ما تتم اتفاقيات إعادة الشراء على أوراق مالية حكومية إلا أن بعضها ينفذ على أوراق تجارية أو شهادات إيداع. وهناك ما يسمى اتفاقية إعادة شراء معاكسة (Reverse Repo) عندما يشتري طرف من آخر أوراقا مالية مع الاتفاق على إعادة بيعها له في المستقبل. لذا فإن كلتا العمليتين تشيران إلى نفس الصفقة لكن كل من جهة: الأولى البائع و الأخرى المشتري.

*سعر اللابور هو سعر الفائدة على الإقراض بين البنوك الرئيسية في سوق لندن المالي ويعتمد كأساس لتحديد معدلات الفائدة على السندات و القروض ذات سعر الفائدة المتغير، وتتم مراجعته كل 6 أشهر.

يستثمر في اتفاقيات إعادة الشراء المؤسسات المالية بأنواعها المختلفة من بنوك ومؤسسات إقراض و صناديق سوق نقدية. كما يستثمر بها العديد من المؤسسات غير المالية أيضا. وتبلغ قيمة هذه الصفقات عشرة ملايين فأكثر كما تتراوح آجالها بين يوم و 15 يوم وشهر وثلاثة أشهر و ستة أشهر. لكن لا يوجد سوق ثانوية لاتفاقيات إعادة الشراء. لذا تحدد المؤسسات التي تحتاج إلى تمويل قصير الأجل اتفاقية إعادة الشراء بأقصر مدة تحتاج فيها إلى التمويل المؤقت. فإذا احتاجت الأموال لفترات أخرى توجب عليها اقتراض أموال إضافية عبر الدخول في اتفاقية إعادة شراء جديدة.

يتم التفاوض على اتفاقيات إعادة الشراء من خلال شبكة اتصالات حيث يعمل سماسرة اتفاقيات إعادة الشراء، و المتعاملون في السوق الثانوية كوسطاء ماليين لإبرام اتفاقيات إعادة شراء للشركات ذات الفائض و العجز مقابل تحصيل عمولة مقابل خدماتهم. فإن استطاعت الجهة المقترضة تأمين الطرف الآخر للصفقة (المقرض) فإنها توفر بذلك عمولة سمسار الأوراق المالية. وقد دفع ذلك عددا من الشركات التي تستخدم اتفاقيات إعادة الشراء بكثرة إلى إنشاء قسم متخصص لديهم لتأمين مقرضين محتملين و بالتالي توفير الكثير من العمولات. قد تصبح هذه الشركات نفسها مُقرضة إذا توفرت لديها أموال فائضة قصيرة الأجل من خلال شراء أوراق مالية حكومية، والتعهد ببيعها في وقت لاحق في المستقبل.

و يمكن حساب معدل العائد السنوي على اتفاقيات إعادة الشراء بالفرق بين سعر البيع المتفق عليه للأوراق المالية، و سعر شراء هذه الأوراق بالمعادلة التالية:

$$\text{Repo rate} = \frac{SP - PP}{PP} \times \frac{360}{n}$$

حيث إن SP هو سعر البيع للورقة، و PP هو سعر شراء الورقة، و n هي عدد الأيام حتى تاريخ البيع

مثال: اشترى مستثمر أوراقاً مالية بسعر 9,913,314 دولاراً على أن يبيعها بعد تسعين يوماً بعشرة ملايين دولار. فما هو المعدل السنوي للعائد على اتفاقية إعادة

$$\begin{aligned} \text{Repo rate} &= \frac{SP - PP}{PP} \times \frac{360}{n} \\ &= \frac{10,000,000 - 9,913,314}{9,913,314} \times \frac{360}{90} = 3.50\% \end{aligned}$$

5.3. تقييم الأوراق المالية في السوق النقدي:

لا تدفع معظم الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدي أية فوائد بل تعطي مبلغاً يعادل قيمتها الاسمية و ذلك في تاريخ الاستحقاق. لذا يمكن تقييم تلك الأوراق المالية على أساس القيمة الحالية لقيمتها الاسمية التي تدفع في تاريخ الاستحقاق. إن معدل الخصم الذي ينبغي استخدامه لخصم القيمة الاسمية لورقة السوق النقدية هو معدل العائد الذي يطلبه المستثمر و الذي يتضمن علاوة مخاطر إذا كانت الورقة المالية خطرة.

تحسب القيمة العادلة لورقة مالية في السوق النقدية بالمعادلة التالية:

$$P_m = \frac{Par}{(1+k)^n}$$

حيث إن Par هي القيمة الاسمية للورقة، و k معدل العائد الذي يطلبه المستثمر، أما n فهو الزمن المتبقي حتى تاريخ الاستحقاق. و نظراً لأن الزمن المتبقي حتى تاريخ الاستحقاق سنة أو أقل فإن n يمكن التعبير عنها بأجزاء السنة.

ونظراً لأن التغيرات في معدل الخصم ترتبط بتغيرات أسعار الفائدة السائدة في السوق و بالتغيرات التي تطرأ على علاوة المخاطر فإن التغيرات التي تطرأ على سعر الورقة المالية في السوق النقدية تنجم عن تغير في هذين المتغيرين أيضاً. أي أن التغيرات في أسعار الأوراق المالية في السوق النقدية هي تابع لهذين المتغيرين ويمكن التعبير عن هذه العلاقة رياضياً:

$$\Delta P_m = f(\Delta R_f, \Delta RP)$$

حيث إن R_f هو سعر الفائدة الخالي من المخاطر بينما RP هو علاوة المخاطر. فإذا انخفضت أسعار الفائدة قصيرة الأجل فإن معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السوق النقدية سينخفض أيضاً مما يرفع قيمة الأوراق المالية في السوق النقدية. وعلى الرغم من أن قيمة الورقة المالية في السوق النقدية حساسة لتغيرات أسعار الفائدة كما السندات إلا أنها أقل حساسية منها نظراً لقصر آجالها. ففي حين تستحق القيمة الاسمية للورقة المالية في السوق النقدية خلال عام على الأكثر بينما لا تستحق تلك القيمة الاسمية قبل 10 إلى 20 سنة في حالة السندات. كما أن ارتفاع أسعار الفائدة لا يضر الأوراق المالية في السوق النقدية كثيراً بالمقارنة مع السندات لأنها تستحق خلال فترة قصيرة نسبياً، و بالتالي يستطيع المستثمر استعادة أمواله بسرعة، وتوظيفها في أدوات مالية بالسعر الفائدة في السوق، أما السندات فإنها لا تستحق قبل مرور 10 إلى 20 سنة مما يجعل المستثمر فيها يعاني لمدة 10 إلى 20 سنة من أسعار الفائدة المنخفضة.

6.3. أذونات الخزنة السورية (حالة عملية)

1.6.3. مقدمة:

قد تحتاج الحكومات أثناء تنفيذها للموازنة العامة إلى بعض الأموال والتي لا تتوفر في خزانة الدولة في وقت الحاجة إليها، كما أنها قد تعاني من عجز في الموازنة مما يدفعها إلى الاقتراض من عامة الشعب أو من المصارف فقط كما في سورية.

الإعلان عن نتيجة المزاد

رقم المزاد:	1
رقم تعريف الورقة المالية الحكومية:	Tb170311
تاريخ الاستحقاق:	2011/03/17
الأجل:	91
تاريخ التسوية:	2010/12/16
السعر المقبول:	%0.40
إجمالي الحجم المخصص: /ملايين الليرات السورية /	1000

إجمالي حجم العروض المقبولة: 2800 مليون ليرة سورية

أسعار العروض (حد أدنى/حد أقصى): %0.20 - % 2.5

التخصيص غير التنافسي لمصرف سورية المركزي: --- لا يوجد --- مليون ليرة سورية

عدد العارضين الفائزين: 4 عارضين

نسبة تغطية العروض: 2.8 مرة

2.6.3. تسعير أذونات الخزينة:

هي أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل يمكن أن يصل أجلها لسنة واحدة، يتم إصدارها في السوق الأولية، لا تدفع الحكومة فائدة على أذونات الخزينة، وإنما تباع هذه الأذونات مخصومة من السعر الاسمي، وعند الاستحقاق يحصل المستثمر على كامل القيمة، و بالتالي يتمثل العائد بالفرق بين القيمة عند الشراء والقيمة عند الاستحقاق، أي تكون الفائدة المستحقة لحامل الإذن متضمنة في سعر الإذن، وتبلغ القيمة الاسمية لإذن الخزينة الواحد (مليون ليرة سورية)، في حين يجب أن لا تقل القيمة الاسمية لحجم العرض المقدم من أذونات الخزينة من قبل أي مستثمر عن خمسمئة مليون ليرة سورية.

تعتبر أذونات الخزينة من أكثر الأوراق المالية الحكومية تداولاً وسيولة.

أولاً: تسعير الأذونات في مزادات السعر الموحد:

إن معدل الفائدة (العائد) الذي سيحصل عليه المستثمرون (المصارف في سورية) في أذونات الخزينة يكون مساوياً لسعر الاقتراع الذي تحدده وزارة المالية.

يحسب سعر الخصم على أذونات الخزينة على أساس 365 يوماً للسنة وفق المعادلة الآتية:

$$=س$$

حيث: س: تمثل القيمة المستحقة الدفع من قبل المستثمر.

ق: تمثل القيمة الاسمية للأذونات المصدرة والتي يجب سدادها للمستثمر في نهاية مدة الأذون.

: تمثل معدل الفائدة (وهو هنا سعر الاقتراع).

ز: تمثل عدد الأيام بين يوم تسوية المزداد (يدخل في الحساب) ويوم استحقاق أذونات الخزينة (خارج عن الحساب).

تطبيق عملي:

بفرض أنه تم إصدار عدد من أذونات الخزينة من قبل وزارة المالية السورية لإدارة السيولة قصيرة الأجل أثناء تنفيذ الموازنة العامة، حيث كان أجل هذه الأذونات 91 يوماً، و قد تحدد سعر الاقتطاع عند 4%، فما هو المبلغ الذي سوف تحصل عليه الوزارة، و الواجب دفعه من قبل مستثمر حصل على 500 أذن (الحد الأدنى من الأذون المسموح له بالطلب عليها)؟

الحل: س =

$$س = \longleftarrow س = 495062935.37 \text{ ل. س}$$

كما ويمكن شراؤها بعد المزداد من العارض الناجح، حيث يمكن تداولها في السوق الثانوية في الفترة ما بين تاريخ إصدارها وتاريخ استحقاقها.

عندما يتم تداول الأذونات في السوق الثانوية تصبح:

ز: تمثل عدد الأيام بين تاريخ تسوية المعاملة (يدخل في الحساب) ويوم استحقاق أذونات الخزينة (خارج عن الحساب).

ف: تمثل معدل الفائدة الظاهر في السوق الثانوية لذات الفترة الزمنية.

يتم الاتفاق بين البائع والمشتري على مستوى سعر الخصم المستخدم في حساب سعر الأذونات المتداولة. ونلاحظ بأن سعر أذن الخزينة يتأثر بعامل الفترة الزمنية، حيث

أنه مع مرور الوقت تتغير (ز) يومياً ويتغير مستوى سعر الخصم حينما تتجه فترة الاستحقاق للقصر.

الآن إذا أراد المستثمر أن يبيع أذونات الخزينة التي يملكها إلى مستثمر آخر و ذلك بعد ثلاثين يوماً، فما هو السعر الذي سيحصل عليه المستثمر من عملية البيع، مع العلم أن سعر الفائدة السوقي هو 7% ؟

$$س = \longleftarrow = 494218337.36 \text{ ل. س}$$

نلاحظ أن المستثمر هنا باع الأذون بأقل من القيمة التي اشتراها بها و السبب هو أن معدل الخصم في السوق الثانوية أكبر من سعر الاقتطاع .

الآن إذا باع المستثمر الجديد أذن الخزينة قبل خمسة أيام من تاريخ استحقاقه فما هو المبلغ الذي سيحصل عليه من بيع الأذن، مع العلم أن سعر الفائدة السوقي هو 7% ؟

$$س = \longleftarrow = 499521009.3 \text{ ل. س}$$

ثانياً: تسعير الأذونات في مزادات السعر المتعدد:

في هذه المزادات يحدد العارض عدد الأذونات و معدل الفائدة الذي يطلبه إذا كان عرضه تنافسياً، أما إذا كان عرضه غير تنافسي فإنه يحدد فقط عدد الأذونات التي يرغب بشرائها.

تطبيقي عملي:

أعلنت وزارة المالية عن مزاد لبيع أذونات خزينة أجلها 91 يوم .

تقدم احد المستثمرين بعرضه و المتضمن شراء 500 أذن خزينة و بسعر فائدة 2.5% ، و تقدم مستثمر آخر بعرض تضمن شراء 500 أذن خزينة و بسعر فائدة 2.45%، و تقدم مستثمر ثالث بعرض تضمن شراء 500 أذن خزينة و بسعر فائدة 3%، فيما تقدم مستثمر رابع بعرض تضمن شراء 1000 أذن خزينة، فما هو السعر الذي يجب أن يدفعه كل من المستثمرين، مع العلم أن 30% من أذونات الإصدار التنافسي قد بيعت بخصم 2.5%، و 30% أخرى بيعت بخصم 2.45%، و 40% بيعت بخصم 3%.

المستثمر الأول: عرضه تنافسي و قد حصل على تخصيص كامل، فالمبلغ الذي يجب أن يدفعه هو:

$$\text{س} = \text{س} = \text{س} = 496904286.3 \text{ ل.س}$$

المستثمر الثاني: عرضه تنافسي و قد حصل على تخصيص كامل، فالمبلغ الذي يجب أن يدفعه هو:

$$\text{س} = \text{س} = \text{س} = 496963552.69 \text{ ل.س}$$

المستثمر الثالث: عرضه تنافسي و قد حصل على تخصيص كامل، فالمبلغ الذي يجب أن يدفعه هو:

$$\text{س} = \text{س} = \text{س} = 496288260.1 \text{ ل.س}$$

أما المستثمر الرابع: عرضه غير تنافسي وقد حصل على تخصيص نسبي وليكن 50%، أي أنه حصل على 500 أذن خزينة، فالمبلغ الذي يجب أن يدفعه هو:

$$\text{الوسط المرجح} = 30\% * 496904286.3 + 30\% * 496288260.1 + 40\% * 496963552.69$$

$$= 198515304.04 + 149089065.807 + 149071285 =$$

الوسط المرجح = 496675654.847 ل. س وهو المبلغ الذي سيدفعه المستثمر الرابع.

ثالثاً: كيف نحسب العوائد على أذونات الخزينة؟

هناك طريقتان للحصول على عوائد أذونات الخزينة:

الأولى: وهي الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق و بالتالي سوف يحصل المستثمر على الفرق بين المبلغ الذي دفعه في المزاد للحصول على أذونات الخزينة و بين القيمة الاسمية لأذونات الخزينة. الثانية: وهي بيعه في السوق الثانوية و بالتالي قد لا يحصل على ربح إذا كان سعر الفائدة في السوق أعلى معدل الخصم على الأذونات و كانت الفترة المتبقية حتى الاستحقاق طويلة، لكن يمكن أن يحقق ربحاً إذا حدث العكس.

الآن بعد بيعه للمرة الأولى في السوق و مهما كانت حسيلة المستثمر الأول، فإن المستثمرين التاليين سوف يحققون أرباحاً من تداول الأذونات ما لم ترتفع أسعار الفائدة في السوق.

معدل العائد السنوي على الأذونات = *

حيث: (ن) فترة الاستحواذ على الأذن.

تطبيق عملي:

اشترى مستثمر أذون خزينة تستحق خلال 91 يوم بسعر 495991418 ل. س قيمتها عند الاستحقاق 500000000 ل. س فما هو العائد السنوي عليها؟

$$\text{العائد السنوي} = * \text{العائد السنوي} = 3.24 \% \Rightarrow$$

إذا قرر المستثمر بيع الأذن قبل الاستحقاق بـ 31 يوم فسيحصل على:

$$\text{س} = \text{س} = 498628770.88 \text{ ل. س}$$

و بالتالي سيكون العائد = *

$$= 1.67 \%$$

أسئلة و تمارين:

- 1- كيف يستطيع صغار المستثمرين شراء شهادات الإيداع القابلة للتداول؟
- 2- ما هو الفرق بين شكل منحى العائد للأوراق التجارية مقارنة مع أذونات الخزينة؟
- 3- ما أهمية التصنيف الائتماني للأوراق التجارية؟
- 4- لماذا يفضل مقترض إصدار أوراق تجارية مدتها 270 يوماً على إصدار أوراق طويلة الأجل حتى لو كان يحتاج تلك الأموال لأجل طويل؟
- 5- كيف يستطيع كل مما يلي الاستفادة من القبولات المصرفية: أ- شركة مصدرة، ب- شركة مستوردة، ج- مصرف تجاري، د- مستثمر؟

6- كيف يستطيع المستثمر الذي يرغب في توظيف أمواله في أذونات الخزينة ضمان حصوله على حصة في الإصدار الجديد؟ ولماذا تلجأ الشركات الكبرى إلى تقديم عروض تنافسية بدلاً من العروض غير التنافسية؟

7- قرر البنك المركزي بيع أذونات خزينة قيمتها الاسمية \$10000 بسعر \$8800. فإذا احتفظ المستثمر بأذن الخزنة هذا حتى تاريخ الاستحقاق (سنة واحدة) فما هو معدل العائد الذي يحققه المستثمر؟

8- إذا كان معدل العائد الذي يعطيه أذن خزنة (1000 ل.س) مصدرًا سلفًا يساوي 2% تقريباً وتوقع أحد المستثمرين ارتفاع سعر الفائدة خلال الأشهر الثلاثة القادمة إلى 2.5% فما هو السعر الذي يكون ذلك المستثمر مستعداً لدفعه لشراء أذن خزينة جديدة مدتها 3 أشهر؟

9- دفعت 98000 لشراء أذن خزنة قيمته 100000 يستحق خلال 120 يوم فما هو معدل العائد على أذن الخزينة هذه؟ وما هو معدل الخصم؟

10- اشترت سلوى شهادة إيداع قابلة للتداول منذ عام مضى من السوق الثانوية بسعر \$980000. تستحق شهادة الإيداع هذه اليوم بسعر مليون دولار وقد استلمت سلوى \$45000 كفائدة على شهادة الإيداع هذه. فما هو معدل العائد الذي حققته سلوى على شهادة الإيداع هذه؟

11- دخلت الشركة المتحدة في اتفاقية إعادة شراء تشتري بموجبه أوراقاً مالية بسعر \$4.9 مليون على أن تبيعها بـ \$5 مليون بعد 40 يوماً. فما هو معدل العائد على اتفاقية إعادة الشراء التي أبرمتها الشركة؟

11- اشترى مستثمر ورقة تجارية مدتها ستة أشهر قيمتها الاسمية مليون دولار بسعر \$940000. فما هو معدل العائد على هذه الورقة التجارية؟

الفصل الرابع: سوق السندات





1.4. مقدمة عن السندات

تختلف الأوراق المالية المتداولة في سوق السندات عن تلك المتداولة في السوق النقدي بأنها أوراق طويلة الأجل، حيث تعمل سوق السندات على تسهيل انتقال الديون طويلة الأجل من وحدات الفائض إلى وحدات العجز.

السندات هي أدوات دين طويلة الأجل تصدرها الحكومة (أو وكالاتها) أو الشركات. يلتزم مصدر السند (المقترض) بدفع فوائد (كوبونات)، بشكل دوري (سنوي أو نصف سنوي)، وبإعادة القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق. ينبغي أن يثبت مصدر السند أن لديه تدفقات نقدية مستقبلية كافية للوفاء بالتزاماته السابقة لحملة السندات. ولا يشتري (يستثمر) المستثمرون بالسندات المشكوك في قدرة مصدرها على الوفاء بالتزاماته إلا إن كان العائد من الاستثمار بهذه السندات مرتفعاً لدرجة يعوضه عن خطر عجز المقترض عن السداد.



سند شركة هاميلتون

وتصنف السندات إلى نوعين رئيسيين هما **سندات الخزينة** التي تصدرها الحكومة و**سندات الشركات** التي تصدرها الشركات الخاصة. كما تتراوح آجال السندات بين 10 و 30 سنة وتصنف بحسب طبيعة ملكيتها إلى **سندات للحامل** لا تعرف الشركة المصدرة لها من يملكها، و **السندات المسجلة** وهي التي تحتفظ الشركة المصدرة لها بسجل لحاملها وبالتالي تحول الشركة دفعات الفائدة مباشرة إلى حسابات مالكيها.

يتم إصدار السندات في السوق الأولية، فإذا كان المصدر هو الحكومة فإن الغرض هو تمويل إقامة البرامج الحكومية أو عجز الموازنة الحكومية. كما تصدر وكالات حكومية سندات لتمويل أنشطتها، وتصدر كذلك شركات لتوسيع أنشطتها وبالتالي يسهم سوق السندات في تمويل النمو الاقتصادي.

وتساهم في سوق السندات أطراف مؤسساتية متعددة (شكل رقم 1) منها البنوك التجارية وشركات التمويل التي تصدر السندات لتمويل أنشطتها المختلفة، وكذلك تلعب صناديق الاستثمار، وشركات التأمين، و صناديق التقاعد دورا هاما في سوق السندات حيث تشتري أحجاما كبيرة من السندات المصدرة.

2.4. عائد السند

يختلف العائد على السند بحسب ما إن كان ينظر إليه من قبل المصدر الذي يلتزم بسداد الدفعات المرتبطة بالسند حتى تاريخ الاستحقاق أو من قبل المستثمر (المقرض) الذي يستثمر بالسند (يشترى السند).

العائد من وجهة نظر المصدر: إن تكلفة التمويل على مصدر السند تقاس بالعائد حتى تاريخ الاستحقاق (Yield-to-Maturity) و الذي يمثل العائد السنوي المدفوع من قبل المصدر طوال حياة السند. و بكلمات أخرى يمثل العائد حتى تاريخ الاستحقاق معدل الخصم السنوي الذي يجعل المتحصل من إصدار السند مساويا إلى

القيمة الحالية لقيمة دفعات الكوبون المستقبلية مضافا إليها القيمة الحالية للقيمة الاسمية للسند.

إن العائد الذي يدفعه المصدر (المقترض) للمستثمر (المقرض) له مكونان رئيسيان هما (1) دفعات الكوبون، و (2) الفرق بين القيمة الاسمية للسند و السعر الذي دفعه المستثمر لشراء السند. وتشكل دفعات الفوائد دوما المكون الأكبر من مكونات العائد. وينبغي الإشارة إلى أن العائد حتى تاريخ الاستحقاق لا يأخذ بعين الاعتبار تكاليف الصفقات التي ترفع تكلفة الاقتراض على المصدر إن تم أخذها بعين الاعتبار وتجعلها تزيد عن العائد حتى تاريخ الاستحقاق.

العائد من وجهة نظر المستثمر: يحصل المستثمر الذي اشترى السند عند إصداره واحتفظ به حتى تاريخ استحقاقه على العائد حتى تاريخ الاستحقاق المشار له آنفا. لكن كثيرا من المستثمرين لا يحتفظون بالسند حتى تاريخ الاستحقاق بل يبيعونه قبل ذلك. في هذه الحالة يحسب العائد الذي حققه بالاعتماد على الفرق بين سعر شراء وبيع السند مضافا إليها دفعات الكوبون المتحققة خلال فترة الاحتفاظ كنسبة من سعر الشراء. ونظرا لما يعتري سعر بيع السند من حالة عدم تأكد فإن العائد الذي سيحققه المستثمر غير مؤكد في وقت الشراء.

3.4. إصدار السندات الحكومية

تصدر الحكومة السندات لتأمين موارد مالية طويلة الأجل من خلال مزادات دورية ينظمها البنك المركزي. حيث يعلن البنك المركزي مواعيد المزادات الدورية وآجال السندات بحيث تتقدم المؤسسات المالية بعروضها في المواعيد المحددة لشراء السندات لصالح محافظتها أو لمصلحة زبائنها.

يمكن أن تكون العروض المقدمة لشراء السندات تنافسية أو غير تنافسية. ففي العروض التنافسية يحدد مقدم العرض السعر الذي يرغب بدفعه لشراء السند و القيمة النقدية للسندات التي يستعد لدفعها من أجل شراء السندات. أما في العروض غير التنافسية فإن المستثمر يحدد فقط القيمة النقدية للسندات التي يستعد لدفعها من أجل شراء السندات. يقوم المصرف المركزي بعد ذلك بترتيب العروض التنافسية بشكل تنازلي بحسب السعر المقدم لشراء السند. بحيث يتم قبول جميع العروض التنافسية حتى تأمين قيمة الإصدار الكلية فإن لم تكف العروض التنافسية تم قبول العروض غير التنافسية بشكل نسبة و تناسب. و في الولايات المتحدة الأمريكية و منذ تشرين ثاني عام 1998 أصبحت الخزانة الأمريكية تعتمد أقل سعر تنافسي معروض للسند على جميع العروض المقبولة التنافسية وغير التنافسية. و يلجأ المستثمرون إلى العروض التنافسية ليضمنوا الحصول على الكمية التي يرغبون بها من إصدارات سندات الخزينة دون الحاجة إلى انتظار عملية التخصيص.

شكل رقم 1: الأطراف المشاركة في سوق السندات من المؤسسات

نوع المؤسسة المالية	دورها في سوق السندات
البنوك التجارية	∅ إصدار سندات لتأمين تمويل اضافي ∅ شراء سندات لمحفظتها
بنوك استثمار	∅ الاستثمار في السندات لمحفظتها الاستثمارية ∅ التعهد بتغطية الاصدارات الجديدة من السندات ∅ تقديم النصح و المشورة بشأن الاصدارات الجديدة من السندات
شركات التمويل	∅ إصدار سندات كمصدر لأموالها طويلة الأجل
صناديق الاستثمار بالأسهم	∅ تستخدم المتحصلات من بيع وحداتها الاستثمارية في شراء السندات
شركات الوساطة المالية	∅ تسهل عملية بيع وشراء السندات عبر التوسط في عمليات البيع والشراء من السندات في السوق الثانوي للسندات
شركات التأمين	∅ شراء السندات لمحفظتها الاستثمارية
صناديق التقاعد	∅ شراء السندات لمحفظتها الاستثمارية

4.4. تداول السندات الحكومية

يلعب التجار في سوق السندات دور الوسيط في السوق الثانوية بين بائعي ومشتري السندات كما أنهم يأخذون مراكز بالسندات. فعلى سبيل المثال يوجد حوالي 2000 سمسار وتاجر في الولايات المتحدة مسجلين كمتعاملين بسندات الخزينة على الرغم من أن 22 منهم يمثلون أهم المتعاملين في السوق الأولية و يسيطرون على معظم عمليات التداول في السوق الثانوية. حيث إنهم يعرضون سعر شراء للمستثمرين الراغبين بيع سندات الخزينة كما يعرضون سعر بيع للمستثمرين الراغبين في شراء سندات الخزينة. وبالتالي يتمثل ربحهم في الهامش المتمثل بالفرق بين سعر البيع وسعر الشراء. ونتيجة لزيادة حدة المنافسة بين المتعاملين في السوق و ضخامة حجم الصفقات يضيق الهامش بشكل كبير . حتى عندما يرغب البنك المركزي القيام بعمليات السوق المفتوحة فإنه يبيع ويشترى السندات من هؤلاء المتعاملين في السوق الأولي.

أما في سورية فإن شراء سندات الخزينة في المزادات محصور بالمصارف مما قيد بشكل كبير إمكانية تداولها كما أن العائد المنخفض عليها (كما سنرى في الحالة العملية) لم يخلق طلباً هاماً على شرائها، أو يدعو إلى التفكير في إمكانية عرضها للجمهور على الرغم من أن القوانين المتعلقة بسوق دمشق للأوراق المالية تتيح إدراج وتداول الأوراق المالية الحكومية.

وفي الأسواق العالمية يتم تداول سندات الخزينة في الإصدارات الأولية في سوق نيويورك، أما تداولها في السوق الثانوية فيحدث عبر شبكات الاتصال. ويبلغ متوسط قيم التداول اليومي في الأوراق المالية الحكومية (القصيرة والطويلة الأجل) في السوق الأولية 550 بليون دولار يتم معظمها في الولايات المتحدة . كما يتم تداول السندات

الحكومية في طوكيو من الساعة السابعة والنصف مساءً حتى الثالثة صباحاً بتوقيت الولايات المتحدة بينما يتقاطع التداول بين سوقي طوكيو ولندن التي تبقى مفتوحة حتى السابعة والنصف صباحاً بتوقيت نيويورك (حين يبدأ التداول في سوق نيويورك).

في السوق الأمريكية يتصل المستثمر الراغب ببيع أو شراء السندات بسمساره الذي يلعب دور الوسيط بين التاجر و المستثمر مقابل عمولة تتراوح بين 40 إلى 70 دولاراً للصفقة التي تبلغ قيمتها عشرة آلاف دولار بينما يتواصل المستثمرون من المؤسسات مع التجار مباشرة دون وسطاء.

5.4. عرض أسعار السندات الحكومية

تنشر الصحف والمجلات المالية أسعار سندات الخزينة بالإضافة إلى معلومات أخرى ويأخذ عرض تلك المعلومات في الغالب الشكل التالي:

معدل العائد	سعر البيع	سعر الشراء	تاريخ الاستحقاق	سعر الفائدة
8.37%	120:23	120:17	Aug 2013	10.75%
8.32%	100:15	100:09	Aug 2014-19	8.38%
8.34%	103:11	103:05	Nov 2014-19	8.75%

يتم ترتيب سندات الخزينة عند عرضها في الصحف و المجلات حسب تاريخ الاستحقاق كما هو موضح في العمود الرابع، حيث تأتي الأقرب إلى تاريخ الاستحقاق أولاً. فإن كان لهذه السندات خاصية الاسترداد المبكر، يوضح ذلك في الجدول كما في السطرين الثاني والثالث، حيث يستحق السندان في عام 2019 لكنه يمكن استردادهما من قبل المصدر مبكراً من 2014.

سعر الشراء (Bid Price) هو السعر الذي يكون التاجر مستعداً لشراء السند عليه، بينما سعر البيع (Ask Price) فهو السعر الذي يكون التاجر مستعداً لبيع السند عليه، ويعرض على شكل نسبة مئوية من سعر السند، بينما أجزاء الكسر بعد

النقطتين فهي أجزاء من 32 جزء. فعلى سبيل المثال السند ذو القيمة الاسمية 100,000 دولار و بسعر بيع 120:23 يعني أن التاجر مستعد لبيع السند بسعر 120,719 دولار ونلاحظ أن لهذا السند سعراً أعلى من السندين الآخرين لأن له سعر فائدة (كوبون أعلى)، بينما له معدل عائد مقارب لمثيلاته. من وجهة نظر المستثمر يتم تعويض هذه الميزة و المتمثلة بكوبون أعلى بسعر أعلى لهذا السند.

و يوجد عدة أنواع من السندات الحكومية، منها السندات الحكومية المجزأة (STRIPS)، و السندات الحكومية المربوطة بمعدل التضخم (TIPS)، حيث تتغير القيمة الاسمية للسندات و الكوبونات المحسوبة عليه حسب معدل التضخم، وغالباً ما يكون سعر الفائدة عليه أقل من سعر الفائدة على السندات الحكومية العادية الأخرى.

6.4. سندات الشركات

سندات الشركات هي أدوات دين طويلة الأجل تصدرها الشركات و تمثل وعداً بأداء دفعات دورية (كوبونات) بالإضافة إلى القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق.

تصدر الشركات عادة سندات لأحد غرضين أساسيين هما: لتمويل شراء أسهم شركة أخرى وتحويلها إلى شركة خاصة، أو إعادة هيكلة رأسمالها عبر استخدام المتحصلات من بيع السندات في شراء أسهم الشركة ذاتها من السوق، مما يرفع العائد على حقوق الملكية نظراً لأن تكلفة الاقتراض هي أقل من تكلفة الأسهم في معظم الأحيان، وطالما أن الشركة قادرة على الوفاء بالتزاماتها اتجاه حملة السندات.

غالباً ما تتراوح مدة استحقاق هذه السندات بين 10 و 30 سنة، كما أن بعض الشركات مثل (Disney, AT&T, Coca Cola Company) أصدرت سندات مدتها مئة سنة. إن الفوائد التي تدفعها الشركات لحملة تلك السندات تخفض المبلغ الخاضع للضريبة مما يخفض تكلفة التمويل بالسندات مقارنة بالتمويل

بالأسهم الذي لا يقدم تلك الميزة. هذا يفسر إقبال الشركات على إصدار السندات لتمويل مشاريعها. لكنها لا تستطيع التوسع بذلك إلى ما لا نهاية لأنها مقيدة بقدرتها على سداد الفوائد المترتبة على تلك القروض.

إصدار سندات الشركات: يمكن طرح سندات الشركات للبيع للجمهور اما عن طريق طرح عام أو خاص (Private Placement).

الطرح العام:

كما هي الحال في الطرح العام للأسهم تتفق الشركة الراغبة في طرح سندات للجمهور مع بنك استثمار لتعهد تغطية إصدارها من السندات. يدرس عندها بنك الاستثمار ظروف السوق من أجل تحديد سعر الإصدار وحجم الإصدار. هدف بنك الاستثمار هو تسعير السندات بشكل ملائم حيث يوازن بين رغبة الشركة المصدرة في الحصول على أعلى قيمة من الإصدار، و رغبة بنك الاستثمار نفسه بعرض السندات بسعر رخيص. يمكنه من تصريف كامل الإصدار في السوق. إذا لم يتمكن بنك الاستثمار من تصريف الإصدار بالكامل فإنه سيضطر إلى بيعه بسعر منخفض مما يلحق به الخسائر.

تسجل الشركة المصدرة للسندات الإصدار لدى هيئة الأسواق و الأوراق المالية و يسلمها نشرة الإصدار، يشرح فيها أسباب الإصدار و المركز المالي للمصدر مدعما بالتقارير المالية، و خطط استعمال الأموال. يوزع بعدها بنك الاستثمار نشرة الإصدار على بنوك استثمار أخرى ربما تكون مهتمة بمشاركة بنك الاستثمار الرئيسي في تجمع لإصدار السندات. بعد موافقة الهيئة على الإصدار يتم طرح الإصدار للاكتتاب، كما يمكن الاحتفاظ بجزء من السندات غير المصدرة جانبا (On Shelf) ل طرحها في وقت آخر. عادة ما تسعى بنوك الاستثمار إلى عرض السندات أولا على المستثمرين من

المؤسسات مثل صناديق الاستثمار و شركات التأمين لأنهم قد يشترون كميات كبيرة من السندات دفعة واحدة.

الطرح الخاص:

في هذه الحالة يتم بيع الإصدار إلى عدد قليل من المستثمرين لاسيما عندما يكون حجم الإصدار منخفضا (30 مليون دولار مثلا في الولايات المتحدة)، بحيث يمكن لجهة واحدة أو أكثر شراء كامل الإصدار. و لا يحتاج الطرح الخاص لتسجيل الإصدار لدى هيئة الأوراق و الأسواق المالية، لكن ينبغي على الشركة المصدرة الإفصاح عن بياناتها المالية لإقناع مشتري السندات بقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها في الوقت المحدد. وغالبا ما تلجأ الشركة المصدرة إلى إحدى الشركات المالية لتسويق الإصدار نظراً لأنها أقدر على تأمين مشترين كبار مهتمين بشراء الإصدار من صناديق استثمار وتقاعد وشركات تأمين. ونظراً لعدم وجود سوق ثانوي نشط للسندات المباعة عبر طرح خاص فإن المستثمرين الكبار غالبا ما يحتفظون بالسندات هذه فترة طويلة أو يبيعونها فيما بينهم.

يتم تصنيف سندات الشركات من قبل وكالات التصنيف الائتماني بحيث تباع بسعر أعلى (عائد أقل) السندات ذات التصنيف الائتماني المرتفع مما يعني أن تكلفة التمويل تكون أقل على سندات الشركات ذات التصنيف الائتماني الأعلى. و تسعى الشركات إلى الحصول على تصنيف ائتماني متوسط أو أعلى لأن البنوك التجارية لا تستثمر بشركات ينخفض تصنيفها الائتماني عن ذلك الحد. مع الأخذ بعين الاعتبار أن التصنيف الائتماني لا يبقى ثابتا بل يتغير مع مرور الزمن إن تغيرت قدرة المصدر على سداد التزاماته. ويعبر الجدول التالي عن تصنيف شركتي "موديز و ستاندارد اند بورز" للجدارة الائتمانية للشركات.

تصنيف شركتي "موديز و ستاندارد اند بورز" للجدارة الانتمائية للشركات

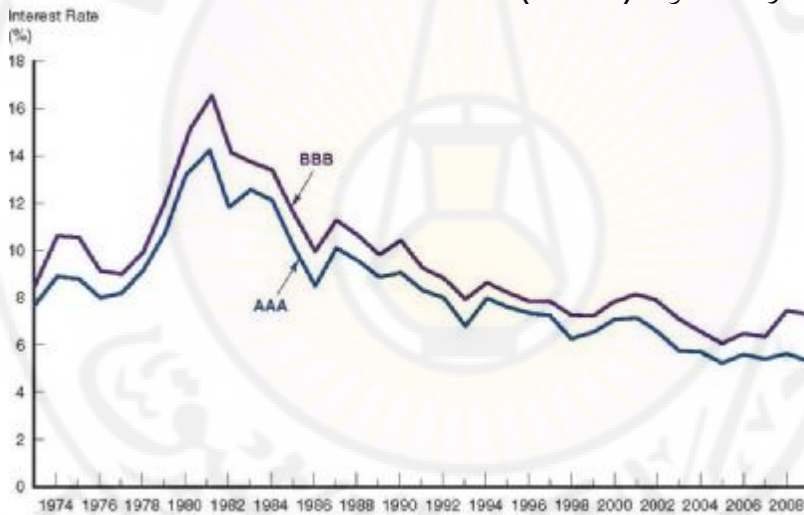
الوصف	Moody's	Standard & Poor's
ممتاز	Aaa	AAA
مرتفع	Aa	AA
متوسط أعلى	A	A
متوسط	Baa	BBB
مضارب	Ba	BB
خطر الافلاس	B	Ba
مفلس	caa ca c	DDD DD D

لسندات الشركات سوق ثانوية يتيح بيع وشراء السندات قبل حلول تاريخ استحقاقها وقد تجاوز حجم سوق سندات الشركات 5 تريليون دولار أمريكي عام 2010. ترتفع سيولة السندات التي تصدرها شركات كبيرة ومعروفة بأحجام إصدار كبيرة لأنها تجذب عدداً كبيراً من المستثمرين بينما تقل سيولة السندات التي تصدرها شركات صغيرة بأحجام صغيرة، لأنها قد لا تجد مشترين في بعض الأوقات مما قد يضطر المستثمرين بهذا النوع من السندات إلى القبول بسعر أقل لجذب المشترين. كما يلاحظ أن 95% من تداول سندات الشركات يتم من قبل مؤسسات استثمارية.

تدرج سندات الشركات في السوق غير المنظم (عبر شبكة الاتصال) أو في البورصة. ففي السوق غير المنظمة يتولى تاجر السندات دور السمسار في التوفيق بين بائعي ومشتري السندات كما قد يحتفظ بمخزون يمكنه من بيع وشراء السندات لمصلحته الخاصة. كما يوجد أكثر من 1000 سند مدرج في بورصة نيويورك حيث يتم تداولها بشكل الكتروني. حيث يصدر المستثمر أمر بيع أو شراء لسندات ينقلها بدوره إلى تاجر السندات. وقد يأخذ أمر البيع و الشراء شكل أمر سوق لينفذ وفق

الأسعار السائدة في السوق، أو أن يكون أمراً محدداً لا ينفذ إلا عندما يصل سعر السند في السوق إلى مستوى معين. ويتم عرض أسعار سندات الشركات بنفس طريقة عرض سندات الخزينة إلا أنه يضاف عمود آخر ليعبر عن حجم التداول ممثلاً بعدد السندات المتداولة ذلك اليوم.

كما يوضح الشكل التالي اختلاف عائد السند باختلاف التصنيف الائتماني للشركة المصدرة في الولايات المتحدة الأمريكية بين عامي 1974 و 2008 حيث يبدو واضحاً أن أسعار الفائدة أعلى على السندات منخفضة الجودة (BBB) مقارنة بالسندات مرتفعة الجودة (AAA).



اختلاف العائد باختلاف التصنيف الائتماني

7.4. العوامل المؤثرة في أسعار السندات

يجب أن يعكس سعر السند في السوق القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة (دفعات الفوائد مضافاً إليها القيمة الاسمية) محسوبة بالاعتماد على معدل العائد المطلوب (K)، بحيث إن:

سعر السند = تابع (التغير في معدل العائد المطلوب)

ونظرا لأن معدل العائد المطلوب على السند يتوقف بشكل رئيسي على (1) معدل العائد الخالي من المخاطر ممثلا بالعائد المعروض على أذونات الخزينة ، و (2) علاوة خطر الائتمان مما يعني أن سعر السند يعتمد على:

سعر السند = تابع (التغير في معدل العائد الخالي من المخاطر، التغير في علاوة خطر الائتمان).
إن ارتفاع معدل العائد الخالي من المخاطر يرفع معدل العائد المطلوب على السند و بالتالي يدفع سعر السند إلى الانخفاض مما يعني أن أسعار السندات معرضة لخطر سعر الفائدة المتمثل بانخفاض سعر السند نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة. كما أن ارتفاع علاوة الخطر تدفع بمعدل العائد المطلوب للارتفاع مما يهوي أيضا بأسعار السندات.

أ. العوامل المؤثرة في معدل العائد الخالي من المخاطر:

يتأثر معدل العائد الخالي من المخاطر بتوقعات التضخم (INF)، النمو الاقتصادي (ECON)، عرض النقود (MS)، و عجز الموازنة (DEF).

ويمكن تلخيص تأثير تلك العوامل في معدل العائد الخالي من المخاطر بالمعادلة

التالية:

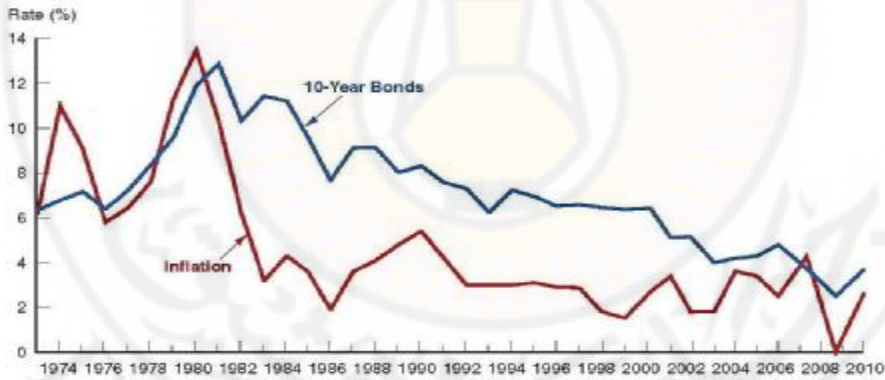
$$\Delta R_f = f(\Delta INF, \Delta ECON, \Delta MS, \Delta DEF)$$

+ + ? +

توقعات التضخم: إذا كانت التوقعات التضخمية تشير إلى حدوث ارتفاع بمعدل التضخم، فإن هذا يعني حدوث ضغوط لرفع سعر الفائدة أيضا، و بالتالي معدل العائد المطلوب على السندات و العكس بالعكس. لذا يراقب المستثمرون في سوق السندات عن كثب مؤشرات معدل التضخم مثل مؤشر أسعار المستهلك و مؤشر أسعار المنتج. ونظرا لأن الضغوط التضخمية ترتبط جزئيا بسعر البترول والتي تؤثر

بالتالي في تكلفة النقل و المواصلات، فان مدراء محافظ السندات يتابعون أسعار البترول باهتمام لأنها ستنعكس حتما على معدل التضخم، و بالتالي ستؤثر في أسعار السندات. كما تعتمد توقعات التضخم على تحركات أسعار الصرف، حيث إن انخفاض سعر صرف العملة المحلية يعني ارتفاع تكاليف المستوردات وحدوث التضخم. فإذا توقع المستثمرون الأجانب انخفاض سعر صرف العملة المحلية فإنهم لن يحتفظوا بالسندات المقومة بالعملة المحلية لأن الكوبونات ستعطيهم مبالغ أقل بعملتهم الأجنبية، وبالتالي سيبيعون سنداتهم بالعملة المحلية مما ينتج عنه انخفاض في أسعار السندات والعكس بالعكس.

ويظهر الشكل التالي العلاقة بين العائد على السندات ذات أجل 10 سنوات و معدل التضخم في الولايات المتحدة بين عامي 1974 و 2010.



العلاقة بين معدل العائد على سندات الخزينة لعشر سنوات ومعدل التضخم في الولايات المتحدة

1- النمو الاقتصادي: إن نمو اقتصادي مرتفع سيفرض ضغوطاً أعلى على أسعار الفائدة، بينما تفرض الظروف الاقتصادية السيئة انخفاضاً في أسعار الفائدة. مما يعني تأثر سوق السندات بتوقعات النمو الاقتصادي. فعلى سبيل المثال إن أي إعلان حول معدل النمو الاقتصادي أو البطالة يشير إلى تحسن الظروف

الاقتصادية سينعكس ارتفاعاً في أسعار الفائدة، نظراً لزيادة الطلب على الاقتراض من قبل المستثمرين عند توقعهم تحسن وضع الاقتصاد مما يرفع أسعار الفائدة وبالتالي يهوي بأسعار السندات والعكس صحيح مما يفسر ارتفاع أسعار السندات فور اعلان وقوع الاقتصاد في فترة ركود. والعكس بالعكس.

2- نمو عرض النقود: عندما يزيد البنك المركزي عرض النقود نكون أمام أحد احتمالين: أن يزيد عرض النقود من النقود المتاحة للاقتراض، فإن لم يرتفع الطلب على النقود المتاحة للاقتراض ستخفض أسعار الفائدة مما سيدفع مدراء محافظ السندات إلى توقع ارتفاع في أسعار السندات، و بالتالي يزيد إقبالهم على شراء السندات.

في البلدان التي تعاني من معدلات تضخم مرتفعة، سيؤدي زيادة عرض النقود إلى زيادة كبيرة في الطلب على الاقتراض مما سيرفع أسعار الفائدة ويخفض أسعار السندات، مما سيدفع مدراء محافظ السندات إلى بيع السندات طويلة الأجل.

3- عجز الموازنة العامة: إن تغير مستوى عجز الموازنة لابد وأن يؤثر في طلب الحكومة على الاقتراض. إن زيادة عجز الموازنة السنوي يعني أن الحكومة ستقترض أكثر و بالتالي سترتفع أسعار الفائدة وتنخفض أسعار السندات والعكس صحيح.

ب. العوامل المؤثرة في علاوة خطر الائتمان:

إن علاوة خطر الائتمان أعلى في سندات الشركات منها في أوراق السوق النقدية المصدرة من قبل الشركة نفسها، نظراً لطول أجل السندات حيث إن احتمال تعرض شركة للإفلاس يزيد كلما طال أجل السند. ويتغير مستوى خطر الائتمان مع تغير الظروف الاقتصادية حيث إن تحسن الظروف الاقتصادية سيحسن من التدفقات

النقدية للشركات ويقلل من مخاطر الإفلاس والعجز عن سداد الالتزامات والعكس صحيح مما يعني أن علاوة خطر الائتمان تقل مع تحسن الظروف الاقتصادية. نستخلص مما سبق أن تأثير العوامل السابقة يسير في الاتجاه نفسه عدا تأثير النمو الاقتصادي حيث إن تحسن الظروف الاقتصادية يرفع من سعر الفائدة بينما يخفض من علاوة خطر الائتمان.

8.4. استراتيجيات الاستثمار في السندات

يعتمد كثير من المستثمرين (ومن بينهم مدراء محافظ السندات) في المؤسسات المالية على عدد من الاستراتيجيات عند الاستثمار في السندات، ومن أهم هذه الاستراتيجيات:

(a) المطابقة بين الإيرادات و الالتزامات (Matching Strategy)

أي تكوين محفظة سندات تعطي دخلاً دورياً يساوي الالتزامات الدورية المتوقعة. فعلى سبيل المثال قد يستثمر شخص في محفظة سندات تعطيه دخلاً مستقبلياً يغطي التزاماته المستقبلية المتوقعة عندما يتقاعد. كما قد يستثمر صندوق تقاعد في محفظة سندات تعطي المتقاعدين دخلاً ثابتاً بعد تقاعدهم.

(b) التدرج في تاريخ الاستحقاق (Laddered Strategy)

وفقاً لهذه الاستراتيجية يتم توزيع الأموال بالتساوي على سندات ذات آجال مختلفة بحيث تحقق تنوع آجال السندات، وبالتالي تخفيض خطر التغير في أسعار الفائدة (دون الغائه). فعلى سبيل المثال يوزع صندوق استثمار في السندات استثماراته بحيث إن ربع استثماراته تذهب إلى سندات تستحق بعد 5 سنوات، و الربع الثاني لسندات تستحق بعد 10 سنوات، و الربع الثالث لسندات تستحق بعد 15 سنة، والربع الرابع لسندات

تستحق بعد 20 سنة. وعندما تستحق السندات بعد خمس سنوات تستخدم المتحصلات في شراء سندات جديدة تستحق بعد 20 سنة.

تتمثل مزايا هذا الأسلوب في توفير السيولة (سندات قصيرة الأجل)، و العائد المرتفع (سندات طويلة الأجل)، كما تخفّض خطر التغير في سعر الفائدة في الوقت نفسه طالما أن المستثمر يستثمر في سندات من مختلف الآجال (قصيرة ومتوسطة وطويلة). ويبين الشكل التالي اختلاف العائد باختلاف أجل الورقة المالية:



اختلاف العائد باختلاف آجال الأوراق المالية

(c) التركيز على السندات قصيرة الأجل وطويلة الأجل: (Barbell Strategy)

وفقاً لهذا الأسلوب لإدارة محفظة السندات تُستبعد السندات متوسطة الأجل لأنها لا تحقق ميزة السيولة والتي توفرها السندات قصيرة الأجل، ولا ميزة العائد المرتفع التي تترافق عادة مع السندات طويلة الأجل. أي أن المستثمر في محفظة السندات يضع نصف استثماراته مثلاً في سندات قصيرة الأجل و النصف الآخر في سندات طويلة الأجل.

(d) استراتيجية أسعار الفائدة: (Interest Rate Strategy)

وفقاً لهذا الأسلوب يتم توظيف الأموال في السندات بشكل يمكن من الاستفادة من توقعات أسعار الفائدة. أي أن هذه الأسلوب النشط يستدعي إدخال تعديلات مستمرة على محفظة السندات بحيث تعكس توقعات أسعار الفائدة. فإذا توقع مستثمر حدوث ارتفاع في أسعار الفائدة فإنه وفق هذه الأسلوب سيبيع ماله من سندات طويلة الأجل ليوظف المتحصل منها في سندات قصيرة الأجل ريثما يتحقق توقعه، عندها يستطيع العودة إلى السندات طويلة الأجل لكن بسعر فائدة أعلى والعكس بالعكس.

يؤخذ على هذه الطريقة أنها تعتمد على توقعات المستثمر للتحركات المستقبلية في أسعار الفائدة التي إن لم تصدق سترتب عليها خسائر أكبر مما لو احتفظ المستثمر بمحفظته من السندات دون تغيير (Passive Strategy).

9.4. تقييم السندات

أ. نموذج تقييم السندات بأسعار فائدة سنوية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+k)^t} + \frac{M}{(1+k)^n}$$

حيث:

P_0 : القيمة الحالية للسند.

C : الفائدة المدفوعة سنوياً.

M : القيمة الاسمية للسند المطلوبة في الفترة n .

k : معدل العائد المطلوب على السند من قبل المستثمر.

n : عدد فترات الاحتفاظ بالسند.

مثال:

ما هي القيمة الحالية للسند في ضوء المعلومات التالية: سعر الفائدة على السند: 10%، القيمة الاسمية للسند: \$1000، الفائدة تدفع بشكل سنوي، يستحق السند بعد: 8 سنوات، معدل العائد المطلوب: 10%.

الحل:

بتطبيق النموذج السابق

نجد أن القيمة الحالية للسند = \$1000.5

ب. نموذج تقييم السندات بأسعار فائدة نصف سنوية:

يمكن تسديد الفائدة أو الكوبون بشكل نصف سنوي وتكون القيمة الحالية

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{c_t / 2}{(1 + k / 2)^t} + \frac{M}{(1 + k / 2)^n}$$

باستخدام المعطيات في المثال السابق:

أحسب القيمة الحالية للسند علماً أن الفوائد تدفع بشكل نصف سنوي

الحل:

بتطبيق النموذج السابق تكون القيمة الحالية للسند = \$999.9.

وفي حال كانت السندات غير قابلة للتسديد تبقى الفوائد مستمرة للأبد، أما

المبلغ الأصلي فلا يسترد أي لا يوجد تاريخ استحقاق.

فتكون القيمة الحالية للسند:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{c_t}{(1 + k)^t} = \frac{c}{k}$$

10.4. سوق السندات في سورية

يوجد في سورية أدوات دين طويلة الأجل شبيهة بالسندات تسمى "شهادات استثمار" وتصنف كما يلي:

شهادات الاستثمار - آ - :

شهادة اسمية فائدها مركبة من فوق الـ 1000 ليرة مفتوحة مدتها 10 سنوات وتعطى فائدة حسب تعليمات مجلس النقد والتسليف وهي حاليا "5% وتحسب الفائدة من بداية الشهر التالي لشراء الشهادة وتعطى الفائدة بعد 3 أشهر من تاريخ سريان احتساب الفائدة، ولا يحق للمالك الشهادة الحصول على الفائدة إذا استرد قيمة الشهادة قبل مضي الشهور الثلاث الأولى.

شهادات الاستثمار - ب - :

وهي شهادات اسمية من فوق الـ 1000 ليرة مفتوحة ومدتها 10 سنوات تعطى فائدة غير مركبة لمدة 6 أشهر. إذا سحبت قبل الـ 6 أشهر لا تستحق الفائدة وتحدد الفائدة حسب تعليمات مجلس النقد والتسليف وهي حاليا "5%". وإن هذه الشهادات غير متداولة كثيرا "لأن شهادات -آ- أفضل منها.

شهادات - ج - :

وهي شهادات اسمية تدخل في سحب دوري شهري قيمتها من الـ 100 ليرة إلى 5000 ليرة وبدون فائدة وإنما فائدها هي الربح الذي يأتي من خلال السحب وتعتبر هذه الشهادات سندات دين عامة يعود ريعها للدولة ويقوم مصرف التسليف الشعبي بتسويقها لوزارة المالية مقابل عمولة 0.005. وتجدر الإشارة إلى أن هذه الشهادات لا يتم تداولها أيضا في البورصة.

أما أول اصدار لسندات الخزينة في السوق السورية فكان في 14 شباط 2011
مستهدفا تأمين مبلغ ملياري ليرة سورية بالمواصفات التالية:

إعلان المزاد رقم / 2 / 2011

2011/02/14	تاريخ المزاد:
TB170214	رقم تعريف الورقة المالية الحكومية:
2014/02/17	تاريخ الاستحقاق:
3 سنوات	الأجل (سنة):
2011/02/17	تاريخ التسوية:

عدد العروض للمشاركة الواحد: حتى ثلاثة عروض.
النطاق المستهدف للإصدار: / 2 / مليار ليرة سورية.
حجم العرض غير التنافسي لمصرف سورية المركزي: لا يوجد.
الأحجام القائمة من الأوراق المالية الحكومية المعرفة بذات رقم الورقة المالية: لا يوجد.
حجم الأوراق المالية الحكومية المستحقة في تاريخ التسوية إن وجدت: لا يوجد.
سعر الفائدة التأشيري: 2%.

الإعلان عن نتيجة المزاد رقم 2011/2

(سندات خزينة)

رقم المزاد:	2011/2
رقم تعريف الورقة المالية الحكومية:	TB170214
تاريخ الاستحقاق:	2014/02/17
الأجل (سنة):	3 سنوات
تاريخ التسوية:	2011/02/17
معدل العائد المرجح:	2.72 %
إجمالي الحجم المخصص: / بملايين الليرات السورية /	1700

إجمالي حجم العروض المقبولة: 2500 مليون ليرة سورية.

أسعار العروض (حد أدنى/حد أقصى): 1.6 % - 4.5 %.

التخصيص غير التنافسي لمصرف سورية المركزي: --- لا يوجد. --- مليون ليرة سورية

عدد العارضين الفائزين: 4 عارضين. نسبة تغطية العروض: 1.25 مرة.

أسئلة وقمارين:

1. لنفترض أن معلومات مفاجئة حصل عليها مدراء محافظ السندات تجعلهم يتوقعون ارتفاع في معدل النمو الاقتصادي. كيف ستتأثر أسعار السندات بتلك المعلومات؟ ولماذا؟. ماذا لو جعلت تلك المعلومات مدراء محافظ السندات يتوقعون حدوث كساد اقتصادي، كيف ستتأثر أسعار السندات؟ ولماذا؟
2. أيها أكثر حساسية لتغير أسعار الفائدة: سند طويل الأجل أم سند قصير الأجل؟

3. لنفترض أن الدول المنتجة للنفط قد اتفقت على خفض إنتاجها من النفط بمعدل 30%. كيف ستتأثر أسعار السندات بهذا الاعلان؟ ولماذا؟
4. تشير التوقعات إلى انخفاض معدلات التضخم في المستقبل القريب. كيف ستتأثر أسعار السندات بهذه التوقعات؟ وهل تنصح المؤسسات المالية بزيادة أم تخفيض تركيزها على السندات طويلة الأجل في محافظها ولماذا؟
5. يرغب بنك ييمو في توقع قيمة محفظته من السندات بعد عام. فإن كان بنك ييمو قد اشترى سندات شركات بسعر 20 مليون (قيمة اسمية) من السوق الثانوي وبمعدل كوبون 14% ويبقى لها 3 سنوات حتى تاريخ الاستحقاق. فإن كان معدل العائد المطلوب على سندات مماثلة سيبلغ 11% بعد عام. فماهي القيمة المتوقعة لمحظة البنك من السندات بعد عام؟
6. لديك المعلومات التالية عن محفظة البنك العربي من السندات:

نوع السند	معدل العائد المطلوب	القيمة الاسمية	عدد السنوات حتى تاريخ الاستحقاق	القيمة السوقية الحالية للسندات
سندات خزينة (9%)	9%	40,000,000	4	40,000,000
سندات شركات (14%)	12%	100,000,000	5	107,207,200
سندات وكالات حكومية (10%)	10%	150,000,000	8	150,000,000
المجموع		290,000,000		297,207,200

فإن كان البنك العربي يتوقع أن تبلغ قيمة محفظته من السندات نهاية العام 284915840 دولار فما هو العائد المتوقع تحقيقه على المحفظة؟



الفصل الخامس: سوق العملات الأجنبية





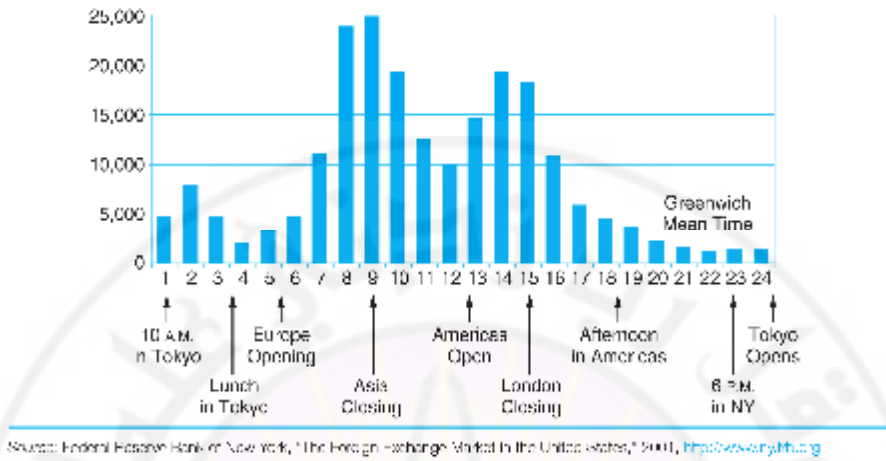
1.5. مفهوم سوق العملات الأجنبية ووظائفه

ظهرت سوق العملات الأجنبية أو كما يُعرف باسم الفوريكس "Forex" (Foreign Exchange) عام 1931 م، وقد ازدادت تداولات هذه السوق مع تطبيق نظام تعويم أسعار عملات العالم عام 1971 م، وإلغاء اتفاقية بريتون وودز*، وظهور الفروقات بين أسعار عملات الدول المختلفة. ومع ازدياد حركة التجارة والاستثمار الدوليين و ثورة الاتصالات والتكنولوجيا في الثمانينيات من القرن الماضي تسارعت حركة رؤوس الأموال عبر حدود العالم وتزايد تداول العملات الأجنبية بصورة كبيرة.

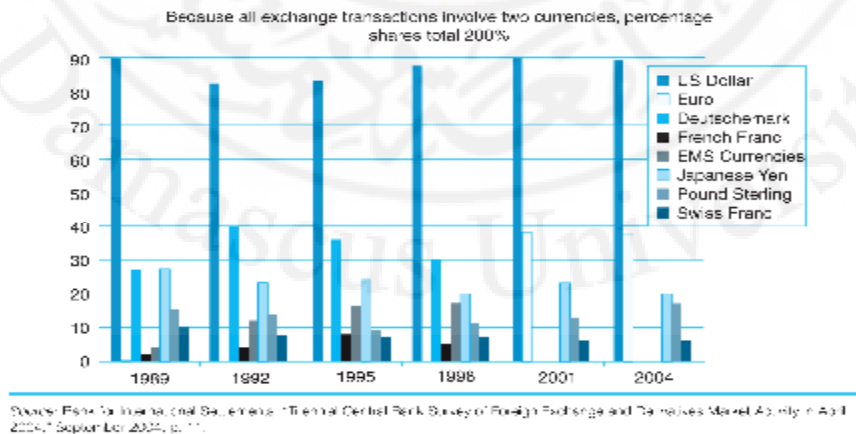
ويعرف سوق العملات بأنه السوق الذي تتم فيه مبادلة عملة بأخرى وهو سوق يعمل على مدار الساعة حيث لا تغلق السوق أبداً إلا لمدة ربع ساعة، لذلك فإن هذا الانتقال المستمر للأموال على مدى 24 ساعة يعطي السوق حجماً هائلاً من السيولة المالية مما يجعل عمليات البيع والشراء سريعة ومتنوعة.

ان تداول العملات الأجنبية ضروري في كثير من الاستثمارات، سواء في سوق الأسهم أو العقود المستقبلية أو الخيارات أو سوق الدخل الثابت أو أي سوق آخر. و لا مفر من اللجوء إلى نوع من أنواع تداول العملات الأجنبية سواء في التجارة الدولية، أم الاستيراد والتصدير، أم أي نوع من الأعمال. ويظهر الشكل التالي وسطي التداولات الالكترونية بالساعة بالمليار ليوم واحد في عام 2001.

*ابرمت اتفاقية بريتون وودز عام 1944 وعملت على ربط الدولار بالذهب وبالتالي جميع العملات بالدولار الأمريكي وفرضت هيمنة الدولار الأمريكي على الاقتصاد العالمي كعملة عالمية



تتكون سوق العملات الأجنبية من شبكة اتصالات عالمية تربط البنوك التجارية الكبيرة التي تقوم بدور الوسيط المالي في تلك السوق، وهي سوق لا تعتمد على المكان حيث تتم الصفقات عبر شبكات الاتصال OTC (Over-The-Counter Market) ولا تحتاج إلى مكان مركزي محدد كبقية الأسواق المالية، وتلعب البنوك دوراً رئيسياً في هذه الأسواق حيث يمكن أن تتعامل لصالحها أو كوسيط بين المتعاملين في هذه الأسواق. ويظهر الشكل التالي توزيع تداولات سوق العملات الأجنبية على العملات الرئيسية بالنسبة المئوية بين عامي 1998 و 2004.



حيث يظهر الشكل أعلاه سيطرة الدولار الأمريكي على معظم التداولات في سوق العملات الأجنبية يليه اليورو ثم الين الياباني.

2.5. المتعاملون في سوق العملات الأجنبية

يختلف الدور الذي تلعبه المؤسسات المالية في سوق العملات الأجنبية باختلاف طبيعة المؤسسات المختلفة وتوقعات العائد و المخاطرة من الاستثمار في السوق، إضافة إلى القوانين الحكومية النازمة للتعامل في تلك الأسواق. تمنح البنوك التجارية القروض الدولية كأحد أهم مجالاتها الاستثمارية. و تشتري صناديق التقاعد و صناديق الاستثمار و شركات التأمين الأوراق المالية الأجنبية مما يعني حاجتهم إلى العملات الأجنبية. كما ازداد طلب المؤسسات المالية المختلفة على مشتقات العملات الأجنبية للتحوط من تقلب قيمة استثماراتهم بالعملات الأجنبية.

كما تتعامل البنوك المركزية بحجم كبير من العملات الأجنبية بيعاً وشراءً من خلال ممارستها لسياستها النقدية حيث تدير غطاء النقد وذلك باستثمار موجوداتها من العملات الأجنبية لدى البنوك المراسلة في الخارج، كما وتنوع محافظها من العملات الأجنبية ببيع وشراء عملات أجنبية مختلفة حفاظاً على قيمة الغطاء النقدي وحتى لا يتأثر سعر صرف العملة المحلية. و تعد الشركات متعددة الجنسية من أهم المتعاملين في سوق العملات الأجنبية حيث تتعامل بمبالغ كبيرة من العملات الأجنبية نتيجة طبيعة عملها، كتسديد التزاماتها بسبب تعاملها بالاستيراد أو لديها فائض كبير من العملات الأجنبية بسبب تعاملها بالتصدير. كما يشارك الأفراد في سوق العملات الأجنبية عبر شراء و بيع العملات الأجنبية إما للمضاربة على تغير سعر الصرف أو لتلبية احتياجاتهم الشخصية الأخرى.

و يظهر الجدول التالي استخدام المؤسسات لسوق العملات الأجنبية:

نوع المؤسسة المالية	دورها في سوق العملات الأجنبية
البنوك التجارية	Ø لعب دور الوسيط في سوق العملات الأجنبية عبر بيع وشراء العملات لتلبية رغبات الزبائن Ø المضاربة على تحرك أسعار العملات عبر اتخاذ مراكز طويلة في بعض العملات وقصيرة في عملات أخرى Ø تقديم عقود آجلة على العملات للزبائن Ø بعض البنوك التجارية تقدم خيارات غير منمطة مصممة بحسب حاجات الزبائن
صناديق الاستثمار الدولية	Ø تلجأ إلى سوق العملات من أجل تحويل العملات عند إعادة هيكلة محافظها Ø تستخدم مشتقات العملات الأجنبية للتحوط من تغير سعر الصرف
شركات الوساطة المالية	Ø شراء أوراق مالية أجنبية لحسابها أو لحساب زبائنها
شركات التأمين	Ø تلجأ إلى سوق العملات من أجل تحويل العملات عند القيام بأعمالها الدولية Ø استثمار نسب كبيرة من قيمة أقساط التأمين في شراء الأسهم والسندات الأجنبية و بالتالي تحتاج إلى سوق العملات من أجل تحويل العملات Ø تستخدم مشتقات العملات الأجنبية للتحوط من تغير سعر الصرف

Ø استثمار نسب كبيرة من المساهمات التقاعدية في شراء الأسهم و السندات الأجنبية وبالتالي عند إدارة محافظها من الأسهم و السندات Ø تستخدم مشتقات العملات الأجنبية للتحوط من تغير سعر الصرف	صناديق التقاعد
---	----------------

3.5. أسس التعامل في سوق العملات الأجنبية

Fundamentals Of Dealing In Foreign Currencies:

- (1) دراسة العوامل المؤثرة قبل تسمية وتحديد الأسعار: مثل دراسة التطورات الاقتصادية والسياسية المستجدة وتطورات أسعار الفائدة.
- (2) الإطلاع على أسعار الإغلاق للأسواق الأخرى: مثل تحديد الأسعار وتسميتها من قبل البنك للاسترشاد بها، والإطلاع على أسعار العملات المحددة من قبل البنوك في السوق نفسها.
- (3) التعامل بطرفي السعر: يتم التعامل في سوق العملات الأجنبية بتسمية طرفي السعر (سعر الشراء Bid Rate وسعر البيع Ask Rate) ويترك للمتعامل اختيار الاتجاه الذي يرغبه في التعامل سواء بيعاً أم شراءً.
- (4) أيام التعامل: يتم التعامل طيلة أيام الأسبوع ما عدا أيام السبت والأحد والعطل الرسمية في بلاد العملات المتبادلة.
- (5) لغة التعامل: هي اللغة الانكليزية وقد تستخدم لغات أخرى كالفرنسية، ولكن تبقى الاصطلاحات الانكليزية هي المستعملة مثل :

Spot , Forward , Swap , Future ... etc.

- (6) السعر المتفق عليه: يكون ملزماً ولا يجوز التراجع عنه مهما كانت النتائج أو الخسائر التي قد يتحملها أحد الأطراف.

(7) ما يجب على المتعاملين:

أ. الاتفاق على السعر وإنهاء العملية بسرعة تجنباً لتذبذب الأسعار وتفادي أية خسائر.

ب. متابعة تقلبات الأسعار وإجراء التعديلات وفق متطلبات السوق.

ت. توسيع الهامش بين سعري الشراء والبيع خصوصاً أيام التذبذب الشديد في أسعار العملات.

مصطلحات التعامل في سوق العملات الأجنبية:

- سعر العملة الآني: Spot

هو سعر الصرف المدفوع لتسليم يومي عمل من تاريخ التعامل

- سعر العملة الآجل: Forward

سعر الصرف المدفوع لتسليم يتم في المستقبل خلال فترة 30، 60، 90، 180، و360 يوم من تاريخ إبرام العقد. علماً بأن العقد الآجل هو اتفاق بين شركة ومصرف لتبادل عملة بأخرى في وقت محدد بالمستقبل بسعر يتفق عليه ويثبت الآن.

- سعر الشراء: Bid

هو السعر الذي يرغب عنده البنك مصدر النشرة بشراء العملة المسماة ويبيع العملة المقابلة لها، وهو السعر الذي يشتري بموجبه العميل العملة المقابلة ويبيع العملة المسماة.

- سعر البيع: Ask (Offer)

هو السعر الذي يرغب عنده البنك مصدر النشرة ببيع العملة المسماة وشراء العملة المقابلة لها، وهو السعر الذي يبيع بموجبه العميل العملة المقابلة ويشتري العملة المسماة.

- هامش السعر: Spread
هو نقاط الفرق بين سعري الشراء والبيع وهو ربح البنك مصدر النشرة في حال تم البيع والشراء بنفس الأسعار المعبر عنها.
- نقطة السعر: Pip
هي نقطة في سعر العملة الأجنبية وهي آخر خانة في سعر العملة (عادةً تكون الخانة الرابعة إلى يمين الكسر العشري).
مثال: الجنيه الاسترليني 1.8056 دولاراً أمريكياً. ونقطة السعر هنا هي (6).
- سعر التقاطع: Cross Rate
هو سعر صرف عملة مقابل عملة أخرى من خلال علاقة هاتين العملتين بعملة ثالثة مشتركة بينهما.
- المراجعة: Arbitrage
هي شراء وبيع العملة الأجنبية معاً في سوقين أو أكثر في الوقت نفسه للاستفادة من اختلاف سعر الصرف بين تلك الأسواق.
- سعر الليبور: Libor (London Interbank Offered Rate)
هو سعر فائدة الإقراض ما بين بنوك لندن.

4.5. أنظمة سعر الصرف: Exchange Rates Systems

تطورت نظم صرف العملات الأجنبية منذ انهيار نظام بريتون وودز عام 1971 م وأخذت عدة صيغ وأشكال أهمها:

أولاً: نظام سعر الصرف الحر: Free Exchange Rate

وبموجب هذا النظام يتم تحديد سعر صرف عملة الدولة مع العملات الأجنبية وفق العرض والطلب لتلك العملات مقابل بعضها البعض، حيث عند التقاء منحنى

الطلب مع منحني العرض يتحدد سعر صرف العملة وهذا السعر قابل للتغير بين لحظة وأخرى حسب تغير العوامل التي تؤثر في العرض والطلب.

- **مميزات نظام سعر الصرف الحر:**

يعكس السعر الحقيقي لسعر صرف العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى، ويتغير هذا السعر حسب العوامل التي تؤثر في العرض والطلب على العملة والتي تعكس الوضع الحقيقي لاقتصاد الدولة.

- **عيوب نظام سعر الصرف الحر:**

في الدول التي تتبع هذا النظام لا يستطيع المنتجون تقدير دخولهم للفترات القادمة بسبب تقلب أثمان صادراتهم في ظل تقلب سعر صرف عملة بلدهم.

ثانياً: نظام سعر الصرف الثابت: Fixed Exchange Rate

بموجب هذا النظام يتم ربط سعر صرف العملة المحلية إما بعملة أجنبية واحدة معينة أو بسلة من العملات (Currency Basket) أو يتم ربطها بحقوق السحب الخاصة SDRs.

I. ربط سعر الصرف بعملة واحدة:

وبموجب هذه الطريقة تربط الدولة سعر صرف عملتها بعملة واحدة أجنبية معينة كما هي الحال عندما كانت الليرة السورية مرتبطة بالدولار بسعر محدد للشراء وسعر محدد للبيع يبقى ثابتاً.

- **ومن مميزات هذه الطريقة ثبات سعر صرف العملة المثبتة حيث يستطيع المنتج**

المحلي تحديد الكميات التي يرغب في إنتاجها وفق تقديره للأرباح المتوقعة على أساس السعر الثابت للعملة المحلية مع العملة الأجنبية، وكذلك ضمانه

للمستثمر الأجنبي بإمكانية تحويل استثماراته في الدولة وأرباحها للخارج بسعر صرف ثابت.

- أما من مساوئ هذه الطريقة فهو انعكاس الأوضاع الاقتصادية للدولة الأجنبية التي ثبت سعر صرف العملة المحلية مقابل عملتها على الأوضاع الاقتصادية للدولة المحلية وتتحدد أسعار صرف العملات الأجنبية الأخرى مقابل العملة المحلية وفق تغير أسعار صرف تلك العملات مقابل العملة التي ربط سعر صرف المحلية بها.

II. ربط سعر الصرف بسلة عملات: Currency Basket

بموجب هذه الطريقة يتم ربط سعر صرف العملة المحلية بسلة من العملات الأجنبية للدول التي ترتبط معها الدولة المحلية بعلاقات تجارية رئيسية حيث توزع موجودات الدولة من العملات الأجنبية على عدد من العملات الأجنبية بنسب محددة. تؤدي هذه الطريقة إلى الاستقرار النسبي بأسعار صرف العملة المحلية المربوط سعر صرفها بسلة عملات لأن التذبذب في أسعار الصرف يكون أقل.

III. ربط سعر الصرف بحقوق السحب الخاصة SDRs :

حيث لجأت بعض الدول (ومنها سورية) إلى ربط سعر صرف عملتها بوحدات حقوق السحب الخاصة SDRs وهي وحدات حسابية يصدرها صندوق النقد الدولي. إن سعر صرف الليرة السورية مرتبط بوحدة حقوق السحب الخاصة المكونة من سلة من العملات هي (44% دولار أمريكي، 34% يورو، 11% جنيه استرليني، 11% ين ياباني). وتم تحديد سعر صرف ثابت لها مع العملات الأجنبية الرئيسية Key Currencies ويسمح بتذبذب سعر الصرف ما بين -2.25% و

+2.25% ويسمح لأعضاء صندوق النقد الدولي بشراء هذه الوحدات ودفع قيمتها بالعملات الأجنبية.

إن ربط سعر صرف العملة بهذه الوحدات يؤدي إلى الاستقرار النسبي لسعر الصرف لأن درجة تذبذب قيم هذه الوحدات قليلة، ولكن معظم الدول فضلت عدم ربط أسعار صرف عملاتها بهذه الوحدات لأن مردود الاستثمار فيها متدنٍ .

5.5. طرق تسعير العملات الأجنبية: Quotation Terms

أولاً: التسعير غير المباشر: European Terms

وفق هذه الطريقة تسعر وحدة واحدة من العملة المحلية بما تساويه من عدد أو أجزاء من العملة الأجنبية

	Bid	Ask
CHF	1.2126	1.2145 \$

وتكون العملة المحلية هنا هي الدولار الأمريكي حيث يشتريها البنك مصدر النشرة وفق سعر الشراء Bid، ويبيعها وفق سعر البيع Ask، والعميل يشتريها وفق سعر Ask ويبيعها وفق سعر Bid.

والعملة الأجنبية هنا هي الفرنك السويسري، حيث يشتريها مصدر النشرة وفق سعر Ask، ويبيعها وفق سعر Bid، والعميل يشتريها وفق سعر Bid، ويبيعها وفق سعر Ask.

ثانياً: التسعير المباشر: U.S Terms

وفق هذه الطريقة تسعر الوحدة من العملات الأجنبية بما تساويه من عدد أو أجزاء من العملة المحلية:

Bid	Ask
\$ 1.8066	£ 1.8098

والعملة الأجنبية هنا هي الجنيه الاسترليني يشتريها البنك مصدر النشرة وفق سعر
الشراء Bid، وبييعها وفق سعر Ask، والعميل يشتريها وفق سعر Ask، وبييعها
وفق سعر Bid.

والعملة المقابلة هي الدولار الأمريكي (العملة المحلية) حيث يشتريها مصدر
النشرة وفق سعر Ask، وبييعها وفق سعر Bid، والعميل يشتريها وفق
سعر Bid، وبييعها وفق سعر Ask.

ومن أجل قياس معدل التغير في سعر صرف عملة ما يمكن استخدام المعادلة
الآتية (تسعير مباشر):

معدل التغير = (سعر الصرف الجديد - سعر الصرف القديم) \ سعر الصرف القديم
وعند حساب العلاوة أو الخصم الآجل يكون معدل الخصم أو العلاوة:

معدل الخصم أو العلاوة = [(السعر الآجل - السعر الآني) \ السعر الآني] X 360 \ n

فإذا كان سعر الصرف الآني لليرة السورية 50 مقابل الدولار وكان سعر
الصرف الآجل لسنة 60 ليرة للدولار فإن معدل الخصم على الليرة هو :

$$\text{معدل الخصم} = \frac{(60-50)}{50} = 20\%$$

6.5. العوامل المؤثرة في أسعار الصرف:

يتغير سعر صرف العملة استجابة لتغير ظروف العرض و الطلب على العملة إلى أن
يصل إلى سعر التوازن. فإذا فرضنا أن سوق الصرف الأجنبي للجنيه الاسترليني مقابل

الدولار الأمريكي هي في حالة توازن عند مستوى معين للجنيه استرليني مقابل الدولار الأمريكي، فلماذا يتغير سعر الصرف عن هذا المستوى؟

1- فروقات معدلات التضخم:

إذا ارتفع معدل التضخم في الولايات المتحدة عنه في المملكة المتحدة فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع طلب الأمريكيين على السلع البريطانية، و بالتالي ارتفاع طلب الجنيه، وفي الوقت نفسه، سنشاهد انخفاض طلب البريطانيين على السلع الأمريكية و بالتالي انخفاض عرض الجنيه مما يعني ارتفاع سعر صرف الجنيه مقابل الدولار الأمريكي.

2- فروقات معدلات الفائدة:

إن ارتفعت أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية بالمقارنة مع المملكة المتحدة فإن ذلك سيؤدي إلى انخفاض طلب الأمريكيين على الودائع في البنوك البريطانية و بالتالي الطلب على الجنيه. وبالمقابل سيزداد طلب البريطانيين على الودائع الأمريكية و بالتالي عرض الجنيه الاسترليني، و بالتالي ينخفض سعر صرف الجنيه مقابل الدولار الأمريكي.

3- فروقات الدخل:

إن تحسن مستوى الدخل في الولايات المتحدة بالمقارنة مع المملكة المتحدة يؤدي إلى ازدياد الطلب الأمريكي على السلع البريطانية، و بالتالي الطلب على الجنيه لكن لا يتوقع أن يؤثر ذلك في عرض الجنيه الاسترليني مما يعني ارتفاع سعر صرف الجنيه مقابل الدولار الأمريكي.

4- تدخلات البنك المركزي:

تتدخل البنوك المركزية من آن لآخر لتعديل سعر صرف عملاتها المحلية بهدف التأثير في الظروف الاقتصادية. فعلى سبيل المثال قد يتدخل البنك المركزي البريطاني لتخفيض قيمة الجنيه الاسترليني من أجل إنعاش الطلب على الصادرات البريطانية، و بالتالي تنشيط الاقتصاد لكن هذا التخفيض قد يسبب التضخم عبر رفع أسعار المستوردات إلى بريطانيا من السلع الأجنبية، و بالتالي تقل القدرة التنافسية للسلع الأجنبية في السوق البريطانية. أو أن يتدخل البنك المركزي رافعا لسعر صرف الجنيه الاسترليني عندما يرغب في خفض التضخم.

يمكن لتدخلات البنك المركزي أن تكون مباشرة عندما يبيع جزءا من احتياطياته الأجنبية لشراء عملته المحلية أو عندما يشتري عملته المحلية مستخدما احتياطياته الأجنبية. و لا يشترط بتلك التدخلات أن تكون فعالة في كل مرة حيث إن محاولات البنك المركزي الأوروبي، و الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لرفع سعر صرف اليورو مقابل الدولار لم تنجح في ذلك بسبب قوى السوق التي كانت أقوى من تدخلاتهم. إلا أن التدخل المباشر من قبل البنك المركزي يمكن أن يترك أثرا بطريقتين، الأولى: عندما يؤدي تدخله إلى إبطاء تحركات سعر الصرف غير المرغوب فيها، أو الثانية: عندما يعتقد المتعاملون في السوق من بنوك تجارية و شركات أخرى أن البنك جاد في تدخله و أنه سيستمر في التدخل باتجاه معين.

وقد يكون تدخل البنك المركزي غير مباشر عندما يؤثر في العوامل التي تؤثر في سعر صرف العملة. فعلى سبيل المثال عندما يزيد البنك المركزي عرض النقود هادفا بذلك إلى خفض سعر الفائدة فإنه يجعل المستثمرين الأجانب يحجمون عن شراء

الأوراق المالية الحكومية، و بالتالي ينخفض طلبهم على العملة المحلية، و بالتالي ينخفض سعر صرف العملة المحلية.

كما قد تفرض البنوك المركزية قيوداً على التعامل بالقطع الأجنبي كشكل غير مباشر من أشكال التدخل في سوق العملات الأجنبية كتحديد أغراض معينة يمكن بيع القطع الأجنبي لأجلها أو تحديد سقف من القطع الأجنبي الذي يمكن شراؤه لكل شخص أو أية قيود أخرى ينبغي الالتزام بها عند التعامل بالقطع الاجنبي.

Currencies

June 23, 2010

U.S.-dollar foreign-exchange rates in late New York trading

Country/currency	Wed in US\$	per US\$	US\$ vs, YTD chg (%)	Country/currency	Wed in US\$	per US\$	US\$ vs, YTD chg (%)
Americas				Europe			
Argentina peso*	.2547	3.9262	3.3	Czech Rep. koruna	.04785	20.899	13.4
Brazil real	.5598	1.7864	2.5	Denmark krone	.1654	6.0459	16.3
Canada dollar	.9630	1.0384	-1.2	Euro area euro	1.2310	.8123	16.3
1-mos forward	.9628	1.0386	-1.2	Hungary forint	.004399	227.32	20.3
3-mos forward	.9624	1.0391	-1.2	Norway krone	.1541	6.4893	11.9
6-mos forward	.9613	1.0403	-1.1	Poland zloty	.3029	3.3014	15.1
Chile peso	.001857	538.50	6.1	Russia ruble*	.03225	31.008	2.3
Colombia peso	.0005275	1895.73	-7.2	Sweden krona	.1287	7.7700	8.5
Ecuador US dollar	1	1	unch	Switzerland franc	.9047	1.1053	6.8
Mexico peso*	.0791	12.6390	-3.4	1-mos forward	.9052	1.1047	6.7
Peru new sol	.3538	2.827	-2.2	3-mos forward	.9066	1.1030	6.6
Uruguay peso*	.04800	20.83	6.7	6-mos forward	.9088	1.1004	6.4
Venezuela b. fuerte	.232851	4.2946	100.0	Turkey lira**	.6367	1.5705	5.0
Asia-Pacific				UK pound*	1.4951	.6689	8.1
Australian dollar	.8729	1.1456	2.9	1-mos forward	1.4950	.6689	8.1
China yuan	.1468	6.8121	-0.2	3-mos forward	1.4950	.6689	8.0
Hong Kong dollar	.1286	7.7774	0.3	6-mos forward	1.4952	.6688	8.0
India rupee	.02165	46.189	-0.5	Middle East/Africa			
Indonesia rupiah	.0001107	9033	-4.2	Bahrain dinar	2.6526	.3770	unch
Japan yen	.011126	89.88	-3.4	Egypt pound*	.1761	5.6789	3.5
1-mos forward	.011131	89.84	-3.5	Jordan dinar	1.4119	.7083	0.1
3-mos forward	.011143	89.74	-3.5	Kuwait dinar	3.4182	.2926	1.9
6-mos forward	.011165	89.57	-3.6	Lebanon pound	.0006664	1500.60	-0.1
Malaysia ringgit	.3097	3.2289	-5.7	Saudi Arabia riyal	.2666	3.7509	unch
New Zealand dollar	.7134	1.4017	1.7	South Africa rand	.1328	7.5301	1.7
Pakistan rupee	.01171	85.397	1.2	UAE dirham	.2723	3.6724	unch
Philippines peso	.0217	46.019	-1.0	SDR††	1.4741	.6784	6.3
Singapore dollar	.7204	1.3881	-1.2				
South Korea won	.0008418	1187.93	1.9				
Taiwan dollar	.03118	32.072	0.3				
Thailand baht	.03092	32.342	-3.0				
Vietnam dong	.00005271	18970	2.7				

7.5. النظريات المفسرة لسعر الصرف

من أهم النظريات الاقتصادية التي تحاول تفسير تغير أسعار صرف عملات الدول:

نظرية تعادل القوة الشرائية — ونظرية تعادل أسعار الفائدة .

أ. نظرية تعادل القوة الشرائية : Purchasing Power Parity (PPP)

يعتبر أحد النماذج القديمة المستخدمة في تحديد سعر الصرف، ويُعتقد أن أصول هذا المبدأ تعود إلى العالم الإسباني ريكاردو في القرن السادس عشر، ولكنه ارتبط في القرن العشرين باسم الاقتصادي السويدي Gustav Cassel الذي يعتبر أول من استخدم هذا المصطلح عام 1918 م .

ويعتمد مبدأ تعادل القوة الشرائية على ما يسمى (قانون السعر الواحد The Law Of One Price) وفكرته أن التدفق الحر للتجارة الدولية سيؤدي إلى تساوي أسعار السلع في مختلف مناطق العالم، وإلا كان هناك فرصة للمراجحة Arbitrage التي يمكن استغلالها من قبل المضاربين.

أي بعبارة أخرى: يقول هذا المبدأ إنه يوجد ميل لتساوي سعر أي سلعة أينما وجدت في العالم إذا ما قيس سعرها بالعملة نفسها.

قانون السعر الواحد :(1) $P1 = SP1^*$

حيث : $P1$: سعر السلعة (1) في الدولة المحلية.

$P1^*$: سعر السلعة (1) في الدولة الأجنبية .

S : سعر الصرف الفوري Spot .

الافتراضات التي يقوم عليها المبدأ :

(1) لا توجد تكاليف نقل.

توجد معرفة تامة من قبل المتعاملين بأسعار كل سلعة في البلدين المحلي والأجنبي.

(2) لا توجد عقبات أمام التجارة.

(3) السلع متجانسة.

ويوجد نموذجان لمبدأ تعادل القوة الشرائية :

I- مبدأ تعادل القوة الشرائية المطلق .

II- مبدأ تعادل القوة الشرائية النسبي .

I - مبدأ تعادل القوة الشرائية المطلق : Absolute Purchasing Power Parity (APPP)

إذا كوّننا سعراً قياسياً عاماً في أي بلدين حيث يتساوى وزن كل سلعة في السعرين القياسيين، فإننا نستطيع اشتقاق نموذج مبدأ تعادل القوة الشرائية المطلق من قانون السعر الواحد وفق المعادلة التالية :

$$P = SP^* \quad \dots\dots\dots(2)$$

حيث : P : السعر القياسي في الدولة المحلية.

P* : السعر القياسي في الدولة الأجنبية.

وإذا أعدنا كتابة المعادلة (2) سنحصل على : (3) $S = P / P^*$ $\dots\dots\dots$

ومن هذه المعادلة نجد أن سعر الصرف الفوري (S) بين عملتين يساوي النسبة بين السعرين القياسيين للدولتين.

ويعتبر مؤشر البيغ ماك الذي تصدره مجلة الايكونومست تطبيقاً لمبدأ تعادل القوة الشرائية المطلق الذي يستخدم لمعرفة العملات المقيمة بأكثر أو أقل من قيمتها الحقيقية. بحسب نظرية تعادل القوة الشرائية يجب أن يكون سعر وجبة البيغ ماك هو نفسه في جميع الدول عندما يتم تحويل العملات المحلية إلى الدولار الأمريكي.

II- مبدأ تعادل القوة الشرائية النسبي: Relative Purchasing Power Parity (RPPP)

ويعني أن سعر الصرف بين عملتين يجب أن يتعدل ليعكس التغير في مستويات الأسعار بين البلدين، ويستخدم هنا التغير في مستوى الأسعار وليس مستويات الأسعار نفسها وبالتالي من الضروري هنا حساب مستويات التضخم، والفرق في مستويات التضخم بين فترتين يجب أن يساوي التغير في سعر صرف العملتين خلال الفترة نفسها.

ويمكننا من المعادلة (3) التعبير عن مبدأ تعادل القوة الشرائية النسبي:

$$S = b P / P^* \quad \dots\dots(4)$$

حيث : b ثابت Constant: يعكس العوامل التي تمنع المبدأ في صيغته المطلقة من التطبيق (تعادل القوة الشرائية المطلق)، أي يمكن أن يكون مقياساً لتكاليف النقل والمعلومات ... الخ.

بما أن (b) ثابت فإن معدل التغير في سعر الصرف بين العملتين يساوي الفرق بين معدل التغير في مستويات الأسعار في كل من الدولتين، إذاً يمكن تفسير الصيغة النسبية لمبدأ (PPP) كما يلي:

$$dP^*/P^*dS/S = dP/P - \dots\dots\dots(5)$$

وتعكس المعادلة (5) الاعتقاد السائد أن الارتفاع في مستوى الأسعار المحلية بسرعة أكبر من مستوى الأسعار الأجنبية سيؤدي إلى انخفاض سعر الصرف (س يرتفع S) والعكس صحيح.

وبما أن تعادل القوة الشرائية النسبي يربط بين التغير النسبي في سعر الصرف الفوري لعملة معينة والتباين في معدل التضخم بين الدول خلال فترة زمنية معينة، فإنه بإمكاننا كتابة المعادلة (5) بشكل آخر:

$$e_t / e_0 = (1+i_d) / (1+i_f) \quad (6)$$

حيث :

e_t : قيمة العملة الأجنبية مقومة بالعملة المحلية في الزمن t .

e_0 : قيمة العملة الأجنبية مقومة بالعملة المحلية في الزمن 0 .

I_d : معدل التضخم المحلي خلال الفترات $(t, t-1)$.

I_f : معدل التضخم الأجنبي خلال الفترات $(t, t-1)$.

و بحسب هذه النظرية فإن العملة ذات معدل التضخم الأعلى يتوقع أن تنخفض قيمتها في المستقبل بالمقارنة مع العملة ذات معدل التضخم المنخفض.

مثال: إذا كان سعر الصرف الحالي هو دولارين لكل جنيه استرليني و كان معدل التضخم المتوقع في الولايات المتحدة الأمريكية عشرة بالمئة للعام القادم، وفي المملكة المتحدة عشرين بالمئة، فما هو سعر الصرف المتوقع العام القادم وفق نظرية تعادل القوة الشرائية النسبي؟

$$e_t = \$2.000 \times \left[(1+0.1)^1 / (1+0.2)^1 \right] = \$1.8333 / \text{£}1$$

ب. نظرية فيشر الدولية:

تنص نظرية فيشر على أن سعر الفائدة الاسمي في أي دولة يجب أن يساوي سعر الفائدة الحقيقي مضافا اليه معدل التضخم المتوقع أي:

$$(1 + \text{معدل الفائدة الاسمي}) = (1 + \text{معدل الفائدة الحقيقي}) + (\text{معدل التضخم})$$

معدل الفائدة الاسمي r (Nominal Interest Rate): وهو معدل الصرف بين دولار اليوم و دولار المستقبل

معدل الفائدة الحقيقي: α (Real Interest Rate) وهو معدل الصرف بين البضائع الحالية و البضائع المستقبلية

لو افترضنا وجود اقتصاديين محلي و أجنبي r و طرحنا المعادلتين من بعضهما نحصل على:

$$(r_d - r_f) = (\alpha_d - \alpha_f) + (i_d - i_f) + (\alpha_d i_d - \alpha_f i_f)$$

$$\alpha_d = \alpha_f = \alpha \text{ ونظرا لأن}$$

$$(r_d - r_f) = (1 + \alpha)(i_d - i_f) \quad (7)$$

بمعنى أن العملات ذوات معدل التضخم المرتفع ينبغي ان تكون أسعار الفائدة

عليها أعلى من العملات ذوات معدل التضخم المنخفض

تربط نظرية فيشر الدولية مابين نظرية تعادل القوة الشرائية و نظرية فيشر كما يلي:

نظرية فيشر FE: الفروقات في معدلات التضخم تساوي الفروقات في أسعار

الفائدة الاسمية

نظرية تعادل القوة الشرائية PPP: التغيرات في أسعار الصرف سببها الفروقات في معدلات التضخم

تنص نظرية فيشر الدولية IFE على أن العملات ذات سعر الفائدة الأعلى ستخفض قيمتها في المستقبل لأن أسعار الفائدة المرتفعة تعكس معدلات تضخم مرتفعة:

$$e_t/e_0 = (1+r_d)^t / (1+r_f)^t \quad (8)$$

بمعنى أن العائد المتوقع من الاستثمار محليا ($1 + r_d$) يجب أن يساوي العائد المتوقع من استثمار العملة المحلية في الخارج $e_t/e_0 (1 + r_f)$

تنص نظرية فيشر الدولية أن العملة ذات سعر الفائدة الأعلى ستخفض قيمتها على المدى الطويل بينما ترتفع قيمة العملة ذات سعر الفائدة الأقل

مثال: إذا كنا نتوقع في السنة القادمة سعر فائدة على الدولار الأمريكي (العملة المحلية) 4% و سعر فائدة على الجنيه الاسترليني 10% فانه وفق نظرية فيشر الدولية ستخفض قيمة الجنيه بنسبة 6%

$$e_t/e_0 = (1+0.04)/(1+0.1) \Rightarrow e_t = e_0(1.04)/(1.1)$$

وفق نظرية فيشر الدولية فإن الفروقات في أسعار الفائدة تعطي تقديرا غير متحيز للتغيرات المستقبلية في أسعار الصرف بين عملتين.

وعند البحث في مدى واقعية نظرية فيشر الدولية، ثبت مايلي:

أ. الدول ذوات معدلات التضخم الأعلى غالبا ما تعطي عمالتها أسعار فائدة مرتفعة.

- ب. أظهرت الاختبارات الحديثة أن عملات الدول ذات سعر الفائدة المرتفع تميل إلى الانخفاض بينما تميل عملات الدول ذات سعر الفائدة المنخفض إلى الارتفاع
- ج. أثبت الواقع نجاح نظرية فيشر الدولية إلى حد معين إلا أنها فشلت في الأخذ بعين الاعتبار المضاربات قصيرة الأجل
- د. وذلك لأن معدلات الفائدة المرتفعة ربما تجذب المضاربين
- هـ. بشكل عام نجحت نظرية فيشر الدولية في أرض الواقع و التغيرات في أسعار الصرف تلغي الفروقات في أسعار الفائدة

ج. نظرية تعادل أسعار الفائدة: (IRP) Interest Rate Parity

بينما تربط نظرية تعادل القوة الشرائية بين فروقات معدل التضخم بين دولتين و سعر الصرف المتوقع في المستقبل، تربط نظرية تعادل أسعار الفائدة بين فروقات أسعار الفائدة بين عملتين و الفرق بين سعر الصرف الآني والآجل بين عملتين. وفق هذه النظرية يتم تعويض الفارق بين معدلات الفوائد بالفرق بين سعر الصرف الآني وسعر الصرف الآجل.

إن ارتفاع سعر الفائدة في سورية عنه في الولايات المتحدة سيدفع المستثمرين الأجانب إلى تحويل أموالهم إلى الليرات السورية للاستفادة من سعر الفائدة المرتفع مما يرفع سعر صرف الليرة السورية في السوق الآنية. لكنهم سيلجؤون فور إيداع أموالهم بالليرات السورية إلى الدخول في عقد آجل يبيعون فيه مبلغ الوديعة مضافاً إليه المتحصلات من الفوائد مما يعني عرضاً إضافياً من الليرة السورية في السوق الآجل وطلباً على الدولار الأمريكي، مما يعني انخفاض سعر صرف الليرة السورية في السوق الآجل

وارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي في السوق الآجل بمقدار الفرق في سعر الفائدة بين العملتين.

و بالتالي يمكننا كتابة معادلة نظرية تعادل أسعار الفائدة بالشكل التالي:

$$F / e_0 = (1+r_d) / (1+r_f) \quad (9)$$

حيث :

F : قيمة العملة الأجنبية مقومة بالعملة المحلية في السوق الآجل في الزمن t .

e_0 : قيمة العملة الأجنبية مقومة بالعملة المحلية في الزمن 0 .

r_d : سعر الفائدة المحلي r_f : سعر الفائدة الأجنبي

مثال: نفترض أن لدينا المعطيات التالية (حيث إن الجنيه هو العملة المحلية):

• معدل الفائدة على الجنيه $r_d = 7\%$

• معدل الفائدة على الفرنك $r_f = 9\%$

• سعر الصرف الآني لكل فرنك £0.4000

ماهو سعر الصرف الآجل لسنة بين العملتين حسب نظرية تعادل أسعار الفائدة؟

$$n\text{-day } F = S \frac{(1+r_d)}{(1+r_f)} = 0.4000 \frac{(1+0.07)}{(1+0.09)} = 0.3927$$

إن التوازن الذي تفرضه نظرية تعادل أسعار الفائدة يتحقق من خلال سلوك المراجحين الذين يدخلون في عقود آجلة لتجنب خطر التغير في سعر الصرف على الشكل التالي:

إن أسعار الفائدة المرتفعة في سويسرا بالمقارنة مع تلك في المملكة المتحدة ستجذب الاستثمارات إلى سويسرا لأنها تعطي عائدا أعلى.

لكن نظرية فيشر تنص على أن الدول التي تعطي فائدة أعلى لا بد وأن تعاني
تضخما أعلى أيضا مما يعني أن العملة ذات التضخم الأعلى ستنخفض قيمتها في
المستقبل مما يعني خطرا أكبر!!! **FX RISK**

لذا فإن المستثمرين (المضاربين) الذين يرون في سويسرا مكانا لاستثماراتهم
سيسعون إلى التحوط من خطر الانخفاض في سعر الصرف من خلال بيع الفرنكات
السويسرية مقابل الجنيه الاسترليني في السوق الآجل من اليوم
سيفعل هذا السلوك فعله في خفض سعر صرف الفرنك الآجل مقابل الجنيه
ويحقق نظرية تعادل أسعار الفائدة في الواقع.

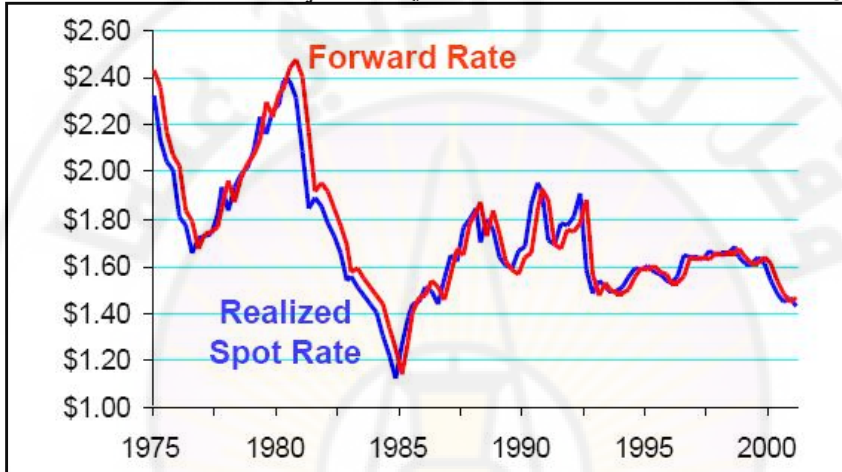
تصدق نظرية تعادل أسعار الفائدة بشكل كبير في التمويل الدولي حيث تشير
الدراسات إلى أن الانحرافات عن تعادل أسعار الفائدة تحدث فقط بشكل ضئيل و غالبا
ما تصحح بسرعة عبر عمليات المراجعة، كما أن الانحرافات عن تعادل أسعار الفائدة
هي بشكل رئيسي نتيجة للقيود المفروضة على الصرف الأجنبي سواء كانت فعلية أم
متوقعة، و للضرائب المفروضة على الفوائد و كذلك تكاليف المعاملات الخ.

د. نظرية أسعار الصرف الآجلة كأحسن تقدير لسعر الصرف المستقبلي: (UFR)

تقوم فكرة هذه النظرية على أن سعر الصرف الآجل هو أفضل تقدير لما
سيكون عليه سعر الصرف الآني في المستقبل. وتستند هذه النظرية إلى نظرية "فيشر"
الدولية التي تنص على أن الفروقات في أسعار الفائدة بين دولتين ينبغي أن تساوي
الفروقات في معدلات التضخم بين تلك الدولتين، و بالتاليو بمساواة المعادلتين 6 و 7
و بالاعتماد على نظرية فيشر الدولية تكون :

$$F = ET \quad (10)$$

ويدعم الشكل التالي مصداقية هذه النظرية حيث يوضح العلاقة بين سعر الصرف الآجل و الآني المستقبلي للدولار الأمريكي مقابل الجنيه الاسترليني خلال الفترة الممتدة من 1975 إلى 2000. حيث يشير الخط الأحمر لسعر الصرف الآجل و الخط الأزرق إلى سعر الصرف الآني المستقبلي.



و يلخص الشكل التالي العلاقة بين النظريات السابقة:



نشرة أسعار صرف العملات الأجنبية – مصرف سورية المركزي:

Syrian Arab Republic
Central Bank of Syria



الجمهورية العربية السورية
مصرف سورية المركزي

نشرة أسعار صرف العملات الأجنبية مقابل الليرة السورية

يعلن بهذه النشرة ابتداءً من يوم الأحد 2013/04/21 وحتى إشعار آخر

Foreign Exchange Quotations

-Quoted in Syrian Pounds-

With effect from 21/04/2013

Bulletin NO. /81/

نشرة رقعة /81/

Currency	رمز العملة	Foreign Exchange Rates		العملة
		الحد الأدنى	الحد الأعلى	
US DOLLAR	USD	96.19	95.62	الدولار الأمريكي
EURO	EUR	125.59	124.72	اليورو
STERLING POUND	GBP	146.57	145.55	الجنيه الإسترليني
JAPANESE YEN/100	JPY	96.70	96.02	اليين الياباني / المئة
SWISS FRANC	CHF	103.03	102.32	الفرنك السويسري
CANADIAN DOLLAR	CAD	93.73	93.07	الدولار الكندي
DANISH KRONER	DKK	16.85	16.73	الكروون الدانماركي
SWEDISH KRONOR	SEK	14.70	14.60	الكروون السويدي
NORWEGIAN KRONER	NOK	16.53	16.41	الكروون النرويجي
KUWAITI DINAR	KWD	337.80	335.44	الدينار الكويتي / جديد
SAUDI RIYAL	SAR	25.66	25.48	الريال السعودي
JORDANIAN DINAR	JOD	135.89	134.94	الدينار الأردني
BAHRAINI DINAR	BHD	255.27	253.49	الدينار البحريني
EMIRATES DIRHAM	AED	26.20	26.02	الدرهم الإماراتي
QATARI RIYAL	QAR	26.44	26.25	الريال القطري الجديد
OMANI RIAL	OMR	249.94	248.19	الريال العماني
EGYPTIAN POUND	EGP	13.94	13.84	الجنيه المصري
AUSTRALIAN DOLLAR	AUD	98.92	98.23	الدولار الأسترالي
CHINESE YUAN	CNY	15.57	15.47	اليوان الصيني
RUSSIAN RUBLE	RUB	3.034	3.013	الروبل الروسي

م. مدير مديرية العملات المصرفية



Middle.office@bcs.gov.sy - www.bcs.gov.sy

Phone: +963 11 44 682 760 - Fax: +963 11 44 682 761

أسئلة وتمارين:

1- لاحظت في صحيفة وول ستريت جورنال أن سعر الجنيه الاسترليني مقابل الدولار 1.65 دولاراً لكل جنيه بينما كان الدولار الاسترالي يساوي 0.60 من الدولار الأمريكي فكم ينبغي أن تكون قيمة الدولار الاسترالي بالجنيه الاسترليني؟

2- وفقاً لنظرية تعادل أسعار الفائدة: إذا كان السعر الآني للجنيه الاسترليني دولارين، و سعر الفائدة لسنة 7% على الجنيه الاسترليني بينما سعر الفائدة لسنة على الدولار 11% فما هو مقدار الخصم أو العلاوة الآجل على الجنيه الاسترليني؟

3- إذا كان سعر الصرف الآني على الجنيه الاسترليني \$2 وسعر الصرف الآجل تسليم 180 يوم يبلغ \$2.05 فما هو معدل الخصم أو العلاوة السنوي؟

4- إذا كان سعر الفائدة على اليورو 6% سنوياً وعلى الدولار 5% وكان سعر الصرف الآني لليورو مقابل الدولار 0.83 يورو لكل دولار وسعر الصرف الآجل لعام هو 0.85 يورو لكل دولار، فماذا تنصح المستثمر الأوروبي الراغب باستثمار 10 ملايين يورو؟ ولماذا؟

5- انظر إلى جدول أسعار الصرف في فصل سوق العملات الأجنبية وأجب عما يلي:

- أ. كم دولاراً أمريكياً تستطيع الحصول عليه مقابل جنيه استرليني واحد؟
- ب. ما هو السعر الآجل لستة أشهر بين الجنيه و الدولار؟
- ت. هل يباع الجنيه في سوق الصرف الآجل بعلاوة أم بخصم؟ احسب معدل العلاوة أو الخصم السنوي للجنيه بالنسبة للدولار؟

ث. إذا كان سعر الفائدة على الجنيه الاسترليني 5.25% سنويا فما هو سعر الفائدة المتوقع على الدولار؟ بحسب نظرية فيشر ما هو الفرق في معدل التضخم بين الولايات المتحدة الأمريكية و المملكة المتحدة؟



الفصل السادس: أسواق المشتقات المالية





1.6. مفهوم المشتقات المالية (Financial Derivatives)

اكتسبت المشتقات المالية أهمية كبيرة في أسواق المال لاسيما بعد ثورة تكنولوجيا الاتصالات وعولمة أسواق المال مع ما صاحبها من تعاظم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف والعملات الأجنبية. شجع ذلك المهندسين الماليين على ابتكار أدوات استثمارية جديدة تسهل عملية نقل المخاطر وتوزيعها مما يساعد في توفير عنصر السيولة في السوق الثانوية وبذلك تتوافر لهذا السوق خاصيتا العمق والاتساع مما يؤدي إلى تحسين كفاءته.

1.1.6. ماهية المشتقات المالية:

المشتقات المالية Derivatives هي أدوات مالية تشتق (تستمد) قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد Underlying Asset). أي أن قيمة هذه المشتقات تعتمد على قيمة الأصل موضوع العقد فهي تسمح للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء هذا الأصل.

و يمكن أن نلخص مفهوم المشتقات المالية بأنها:

أ. عقود

ب. تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي

ت. لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغاً مبدئياً صغيراً مقارنة بقيمة

العقود

ث. تعتمد قيمتها وبالتالي ربح وخسارة مشتري وبائع العقد المشتق على

سعر الأصل موضع العقد

ويتضمن عقد المشتق المالي :

أ. تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل

ب. تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر

ت. تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد

ث. تحديد الشيء موضوع العقد وقد يكون سعر فائدة ، سعر ورقة مالية،

سعر سلعة، سعر صرف أجنبياً، مؤشر سوق الأسهم، أو حتى الطقس.

مثال: عقد خيار يتيح لمستثمر شراء سهم معين في المستقبل وبسعر يُحدد الآن (ربما يختلف عن السعر الحالي) بصرف النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل. فإذا ارتفع سعر السهم في السوق عن السعر المتفق عليه، فإن قيمة العقد المشتق سوف ترتفع أيضاً لأنها تشتق أو تعتمد على قيمة السهم محل العقد. والعكس صحيح.

2.1.6. استخدامات المشتقات المالية:

من أهم استخدامات المشتقات المالية:

- المضاربة: توفر المشتقات المالية فرصاً كبيرة للربح من المضاربة على حركة سعر الأصل محل العقد علاوة على الاستفادة من مزايا الرفع المالي الذي يتحقق باستخدام ما يعرف بأسلوب الهامش (margin).
- التحوط: كما أنها تمكن المستثمر من التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة ومخاطر التقلبات العنيفة في أسعار الأدوات المالية الأصلية وتتيح مجالا لنقل وتوزيع المخاطر و تخطيط التدفقات النقدية.
- أداة للتنبؤ بالأسعار المتوقعة حيث تقوم المشتقات المالية بتزويد المستثمرين بالمعلومات بما ستكون عليه أسعار الأوراق المالية المتعاقد عليها في تاريخ التسليم كما تعطي فكرة عن مخاطر تلك الأوراق المالية (توفر الخيارات مثلاً إمكانية حساب درجة تقلب الورقة المالية فيما يسمى Implied volatility).

- تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد نظراً لانخفاض تكاليف التعامل بالمشتقات مقارنة بشراء الأصل محل العقد. وكذلك السرعة في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية
- استخدام الخيارات كأسلوب لتحفيز وتعويض المدراء: إن أحد أهم أساليب التعامل مع مشكلة الوكالة (Agency problem) هي منح المدراء خيارات على أسهم الشركة بدلاً من دفع مكافآت نقدية لمدراء الشركة.

3.1.6. بداية التعامل بالمشتقات ونشوء أسواقها:

كرد فعل على التقلبات الكبيرة في أسعار الصرف ظهرت الموجة الأولى من المشتقات ممثلة بعقود العملات المستقبلية. حيث تم تقديمها لأول مرة من خلال (IMM) (International Monetary Market) التي هي سوق تتبع لسوق (CME) (Chicago Mercantile Exchange).

تمثلت الموجة الثانية من المشتقات من خلال عقود مستقبلية طويلة وقصيرة الأجل لأسعار الفائدة في الثمانينيات تم إصدارها من خلال (Chicago Board of Trade) (CPT) (of trade). وظهر هذا النوع بسبب حساسية أصول المصارف لسعر الفائدة. فالمؤسسات المالية تستطيع أن تكون إما مستخدمين للمشتقات أو متعاملين بالمشتقات. وبشكل عام فإن أكبر خمسة مصارف أمريكية (J.P Morgan, Bank of America Citigroup, First Union Corp, and Wells Fargo) في الثمانينيات كانت تتعامل بنحو 95% من المشتقات المالية في العالم.

الموجة الثالثة من المشتقات كانت مشتقات الاقتراض والذي ظهر كأسلوب تحوط للمقرضين تجاه المقترضين نتيجة الخوف من تغير التصنيف الائتماني للمقرضين

خلال فترة السداد. خصوصاً عندما يتم إقراض دول العالم الثالث التي عادة تحصل على قروض ضخمة وطويلة الأمد وتصنيفها الائتماني يتغير بشكل سنوي.

في عام 2000 قدمت الـ CPT و CME الموقع الإلكتروني للتعامل بالمشتقات عن طريق الإنترنت، وفي شهر تشرين الأول 2004 أعلنوا على موقعهم أن حجم التعامل وصل إلى تريليون دولار عن طريق الموقع الإلكتروني فقط.

4.1.6. المتعاملون بالمشتقات المالية:

يتم التعامل في عقود المشتقات المالية من قبل :

• المتحوطون (HEDGERS) :

وهم الذين يمتلكون مركزاً بأصلٍ ما ويريدون تفادي التعرض للتقلبات والتحركات السعرية الخاصة بذلك الأصل. ومن الأمثلة على المتحوطين: البنوك التجارية و بنوك الاستثمار و البنوك المركزية و صناديق التحوط و الشركات متعددة الجنسية. أي أن المتحوطين يحاولون عبر اتخاذ مراكز في المشتقات المالية تعويض الخسائر التي قد تحيق بهم نتيجة مركز آخر.

• المضاربين (SPECULATORS) :

وهم الذين يرغبون في اتخاذ مركز في السوق أما بالمراهنة على أن السعر سوف يرتفع أو أنه سينخفض .

• المراجحين (ARBITRAGEURS):

وهم الذين يدخلون بشكل متزامن في معاملات سوقين أو أكثر بهدف الحصول على ربح دون تحمل مخاطرة.

5.1.6. أنواع المشتقات المالية :

و تشمل عقود الخيار OPTIONS و العقود الآجلة FORWARD CONTRACTS

و العقود المستقبلية FUTURES CONTRACTS و عقود المبادلات SWAPS

2.6. عقود الخيارات:

1.2.6. عقد الخيار: OPTIONS:

هو عقد بين طرفين أحدهما يمثل مشتري الخيار Buyer، والآخر بائع أو محرر الخيار Writer، وبموجبه يملك الطرف الأول (المشتري) الحق في أن يشتري (إذا رغب) من الطرف الثاني (البائع)، أو أن يبيع (إذا رغب) للطرف الثاني أصلاً معيناً بسعر معين وفي تاريخ معين حسب الاتفاق وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني، وهي عبارة عن مكافأة غير قابلة للرد وليست جزءاً من قيمة الصفقة ويطلق على الشخص بائع الخيار اسم صاحب المركز القصير short position، والشخص مشتري الخيار صاحب المركز الطويل long position.

ويمكن تصنيف عقود الخيارات إلى عدة تصنيفات على الشكل الآتي:

أولاً: الأنواع الرئيسية لعقود الخيار :

- خيار الشراء (Call Option): وهو عبارة عن عقد بين طرفين: محرر العقد (البائع)، ومشتري الخيار، وبموجب هذا العقد يمنح محرر الخيار المشتري الحق في

الاختيار بين أن يشتري عددا معينا من أصل معين أو لا يشتري بسعر محدد يسمى

سعر التنفيذ Strike Price أو Exercise Price

• خيار البيع (Put Option): وهو عبارة عن عقد بين طرفين: محرر العقد

وهو بائع الخيار، ومشتري الخيار، وبموجب هذا العقد فإن المحرر يمنح مشتري الخيار الحق في أن يبيع عددا من أصل مالي معين أو لا يبيع فهو يملك حق الخيار.

• خيارات مختلطة (Exotics): وهي خيارات يحق لمشتريها وقبل انتهاء جملها أن يختار في أن يجعلها خيار شراء أو خيار بيع.

• الضمانات (Warrants) هي عبارة عن عقود خيار شراء تصدر بواسطة الشركة على أسهمها وعادة ما تكون فتراتها طويلة الأجل بالمقارنة مع عقود خيار الشراء وعادة ما تترافق الضمانات مع إصدارات أسهم أو سندات.

ثانيا :حسب تاريخ تنفيذ العقد :

• عقود الخيار الأمريكية (AMERICAN OPTION) وهي عبارة عن عقود

يجوز للمشتري بموجبها تنفيذ العقد في أي وقت يشاء خلال مدة سريان العقد.

• عقود الخيار الأوروبية (EUROPEAN OPTION): وهي عبارة عن عقود

لا يجوز للمشتري بموجبها تنفيذ العقد إلا في يوم الاستحقاق (تاريخ انتهاء صلاحية العقد)

ومن الجدير بالذكر أن هذه العقود لا تدل مسمياتها على مكان التداول بل تدل على خاصية تاريخ التنفيذ، ويلاحظ أن معظم حقوق الخيارات تكون أمريكية. وعلى الرغم من أن الخيار الأمريكي قابل للتنفيذ في أي وقت فقد تبين من خلال الواقع العملي أن مشتري الخيار نادراً ما يقوم بتنفيذ العقد قبل الوقت المحدد على

اعتبار أنه يستطيع بيعه في السوق لطرف ثالث، لذلك غالبا تكون قيمة الخيار الأمريكي أكبر من قيمة الخيار الأوروبي.

ثالثا: حسب التغطية :

- عقد خيار الشراء المغطى (COVERED CALL OPTION) وهو عبارة عن عقد يكون فيه محرر العقد مالكا للأصل المالي موضوع العقد
- عقد خيار شراء غير مغطى (NAKED CALL OPTION) وفي هذا النوع من العقود يكون محرر العقد (البائع) لا يمتلك الأصل موضوع العقد (ليس ملكا له، وفي حال التنفيذ يكون مضطرا إلى شراء الأصل المالي من السوق لتسليمه للمشتري تنفيذا لمتطلبات العقد
- عقد خيار بيع مغطى (COVERED PUT OPTION): يكون عقد خيار البيع مغطى عندما يكون البائع قد باع الأصل المالي المبرم عليه العقد على المكشوف.
- عقد خيار البيع غير المغطى (NAKED PUT OPTION): يكون عقد البيع غير مغطى عندما يدخل البائع طرفا في عقد خيار بيع دون أن يقوم بتغطية مركزه من خلال البيع على المكشوف.

رابعا: حسب الربحية :

- الخيار الربح ITM
- الخيار غير الربح OTM
- الخيار المتكافئ ATM

ويوضح الجدول التالي أنواع الخيارات حسب الربحية:

الجدول (1-2)

البيان	عقود خيار الشراء	عقود خيار البيع
الخيار الربح	سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ
الخيار غير الربح	سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ
الخيار المتكافئ	سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ

ونأخذ بعين الاعتبار سعر العلاوة التي يدفعها مشتري الخيار للبائع عند تحديد الربحية، وتحديد سلوك المشتري (صاحب المركز الطويل)، وتحديد ربحية البائع لخيار الشراء (صاحب المركز القصير)، والجدول (1-2) يوضح ذلك بالنسبة لخيار الشراء:

الجدول (2-2)

البيان	المشتري		البائع	
عند توقيع العقد	C-		C+	
عند الاستحقاق	k < s	k > s	k < s	k > s
قرار المشتري	لا ينفذ	ينفذ	-	-
قيمة العقد	0	s-k	0	-(s-k)
الربحية	C-	s-k-C	C+	C-(s-k)

C سعر خيار الشراء

S سعر الأصل في السوق

K سعر التنفيذ

الجدول التالي يوضح الربحية بالنسبة لخيار البيع:

الجدول (2-3)

البائع (المحرر)		المشتري		البيان
p+		p-		عند توقيع العقد
k<s	k>s	k<s	k>s	عند الاستحقاق
-	-	لا ينفذ	ينفذ	قرار المشتري
0	-(k- s)	0	k- s	قيمة العقد
+p	p-(k-s)	-p	k- s-p	الربحية

حيث: p علاوة خيار البيع

مثال:

لدى أحمد محفظة أوراق مالية تحوي 800 سهم من الأسهم العادية لإحدى الشركات، وتوقعاً منه لحالة من الانتعاش في أسعار الأسهم فقد اشترى مجموعة من عقود خيار الشراء مساوية لنصف حجم المحفظة وإذا توفرت المعلومات التالية:

تاريخ التنفيذ 31 تموز 2005

سعر التنفيذ 60 دولاراً، العلاوة = 5 دولار

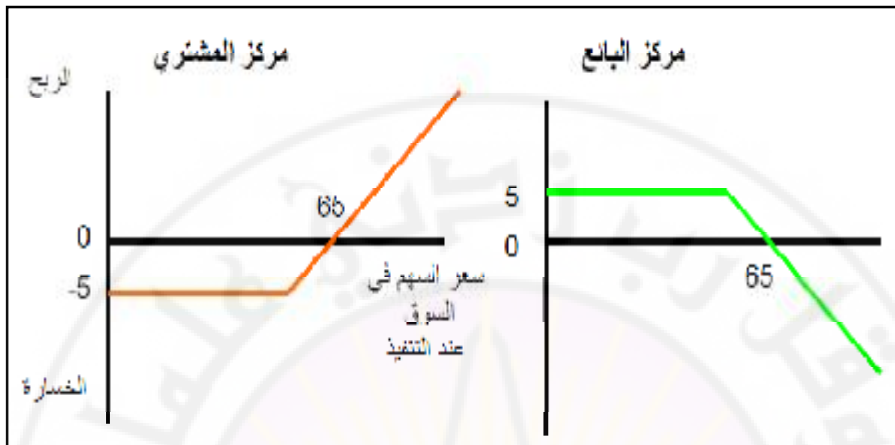
المطلوب في حال كان السعر السوقي للسهم بتاريخ التنفيذ 70 دولاراً فما هي

ربحية (خسارة) البائع وما هي ربحية (خسارة) المشتري؟

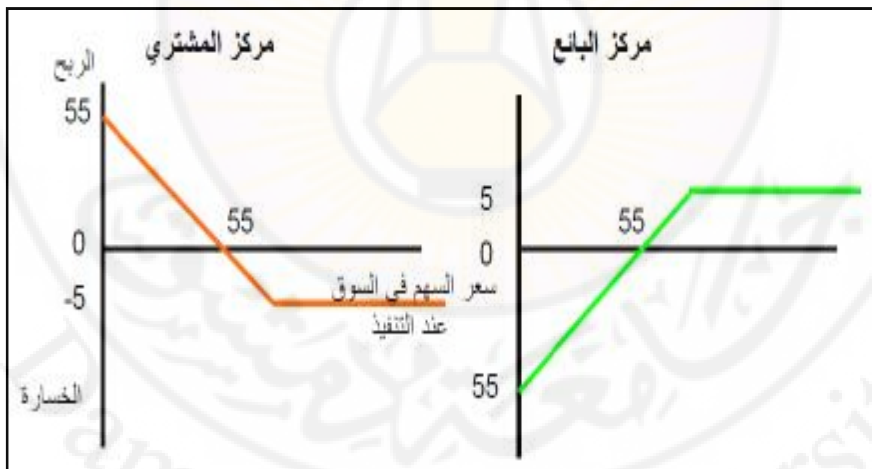
البائع (المحرر) سوف يخسر 2000 دولار، بالمقابل فإن المشتري سوف يربح

2000 دولار.

مركز البائع و المشتري لخيار الشراء



مركز البائع و المشتري لخيار البيع



2.2.6. مصطلحات عقود الخيارات

• سعر الممارسة (التنفيذ) Exercise(Strike)Price

وهو السعر الذي يتم وفقه شراء السهم (خيار الشراء call) أو بيعه (خيار البيع put). ويتوافر لمعظم الأسهم خيارات بيع وشراء بعدة أسعار تنفيذ تصل أحياناً إلى خمسة أسعار مما يوفر للمستثمرين عدة بدائل. يتغير سعر التنفيذ بالنسبة للأسهم ذات الأسعار الكبيرة بمقدار متراكم قدره 5 دولارات، على حين أنه بالنسبة للأسعار الأقل من 25 دولاراً يكون المقدار التراكمي 2.5 دولار ومع تغير أسعار الأسهم تضاف خيارات بيع وشراء ذات أسعار ممارسة جديدة.

• الممارسة أو التنفيذ Exercise

هو قيام مشتري العقد باختيار تنفيذ العقد، أي شراء الأصل في حالة عقد خيار شراء أو بيع الأصل في حالة عقد خيار بيع. أما صلاحية العقد فهو آخر موعد لممارسة وتنفيذ خيار البيع أو الشراء .

علاوة حقوق الخيار:

وهي عبارة عن السعر المدفوع بواسطة مشتري حق الشراء أو البيع إلى بائع هذا العقد، ويتم عرض العلاوة على أساس السهم الواحد بالنسبة لخيارات الشراء والبيع، وذلك في البورصات المنظمة، ولأن العقد المعياري يكون لعدد 100 سهم لذلك فإن العلاوة البالغة (3) دولار سوف تبلغ (300) دولار للعقد، وكذلك العلاوة البالغة (15) دولاراً تعتبر (1500) دولار للعقد المعياري.

3.2.6. آلية عمل عقود الخيارات

إن السمة الأساسية التي تتمتع بها عقود الخيارات المتداولة في السوق النظامية هي أنها نمطية فيما يتعلق بحجم الخيار (contract size) ذلك أن عقد الخيار للأسهم الشراء أو البيع المعياري، يعطي المشتري الحق في شراء أو بيع (100 سهم) من أسهم شركة معينة بسعر ممارسة محدد وفي تاريخ محدد ومن يرغب في شراء 400 سهم فإنه يقوم بشراء أربعة عقود، أما فيما يتعلق بالخيار على العملات الأجنبية فيختلف العقد باختلاف العملة محل العقد، مثلاً العقد على اليورو 125000 يورو، وتستحق معظم عقود الخيارات في الحادية عشرة، من يوم السبت التالي لثالث يوم جمعة من شهر الاستحقاق، وتضع أسواق الخيارات حدوداً لعدد العقود التي يمكن للمستثمر الواحد تنفيذها في اتجاه واحد. وتلزم مؤسسة تسوية عقود الخيارات (OPTION CLEARING COOPERATION.OCC) محرر العقد أن يودع لدى السمسار هامشاً قد يكون مبلغاً نقدياً في حالة خيار البيع، أو قد يكون الأصل موضوع العقد، أو مبلغاً نقدياً في حالة خيار الشراء. ومهمة هذا الهامش هو توفير الحماية لمشتري عقد الخيار من مخاطر عدم الوفاء من الطرف الثاني، ولا يحتاج البائع لأي هامش أو ضمان من المشتري على اعتبار أن هذا الأخير يؤدي جميع التزاماته والمتمثلة بالعلاوة منذ لحظة تحرير العقد. ويوجد لدى المشتري والبائع توقعات متعارضة بشأن الأداء المحتمل للأسهم وبالتالي أداء حق الشراء أو البيع فمثلاً:

- بائع خيار الشراء يتوقع أن يظل سعر السهم ثابتاً أو ربما يهبط
- مشتري الخيار يتوقع ارتفاع سعر السهم خلال فترة زمنية قريبة
- بائع خيار البيع يتوقع أن السعر سوف يبقى ثابتاً أو سوف يرتفع
- مشتري خيار البيع يتوقع أن يهبط سعر السهم خلال وقت قريب نسبياً.

تُلزم مؤسسة تسوية عقود الخيارات Option Clearing

(OCC) Corporation محرر العقد أن يودع لدى السمسار هامشاً (إن لم يكن مركزه مغطى) عبارة عن مبلغ نقدي في حالة بائع خيار الشراء (الهامش = العالوة + 20% من قيمة الأسهم للخيار في منطقة الربح). أما إذا كان خارج منطقة الربح فإن الهامش يخفض بالمقدار الذي هو خارج منطقة الربح. مهمة هذا الهامش هي توفير الحماية للمشتري من مخاطر عدم الوفاء بنفس المعادلة تطبق في حالة بيع خيار البيع. أما مشتري الخيار فيدفع العالوة لسمساره.

إذا لم يسلم البائع في خيار الشراء الأسهم للمشتري فإن مؤسسة تسوية العقود ستطالبه بتسليمها أو دفع ما يعادل قيمتها للمشتري. ويمكن إغلاق المركز لدى المؤسسة من خلال اتخاذ مركز معاكس فإذا كنت بائعاً لعقد خيار شراء تستطيع إغلاق مركزك عبر شراء خيار شراء بنفس مواصفات عقد خيار الشراء الذي بعته.

إذا رغب مشتري خيار شراء بتنفيذ خيار شراء على سهم ما فإن مؤسسة المقاصة تختار أحد بائعي الخيار للتنفيذ بحسب سياستها (الداخل أولاً - خارج أولاً، بشكل عشوائي)، وليس من الضروري أن يطالب بالتسليم نفس بائع الخيار الأصلي. إذا كان الخيار لم ينفذ لأنه خارج منطقة الربح فإنه يتم حذفه من سجلات مؤسسة التسوية. وتنفذ المؤسسة جميع الخيارات التي تكون داخل منطقة الربح عند تاريخ انتهاء أجلها بشكل تلقائي إن لم ينفذها مالكها.

و يظهر الشكل التالي كيفية تنفيذ أوامر البيع و الشراء في سوق الخيارات:



آلية عمل سوق الخيارات

بالنسبة للخيارات على المؤشرات لا يتم فيها استلام أو تسليم الأسهم المكونة للمؤشر بل تتم فيها عملية تسوية نقدية بعد إغلاق المؤشر لذلك اليوم. أما الهامش في حالة المؤشرات فهو 15% بدل 20% لأنه أقل تذبذباً عادة من الأسهم منفردة.

مثال: اشترى سعيد خيار شراء على مؤشر ما (حيث كل نقطة تساوي مئة دولار) على سعر تنفيذ 1495 نقطة. إذا تم التنفيذ على سعر 1500 نقطة فإن بائع الخيار سيدفع لك نقداً:

$$100 (1500-1495)= \$500$$

4.2.6. تقييم الخيارات Option valuation:

أولاً: القيمة الذاتية لعقود الخيارات :

تعرف القيمة الذاتية للخيار بالفرق بين القيمة السوقية للأصل موضوع الخيار، وسعر التنفيذ ويتم التعبير عن هذه القيمة بالصيغة التالية لخيار الشراء:

$$V_i = \text{Max}[S - K, 0]$$

V_i القيمة الذاتية للأصل

S السعر السوقي للسهم

K سعر التنفيذ للأصل

أي أن القيمة الذاتية للخيار هي الفرق بين السعر السوقي وسعر التنفيذ أو الصفر أيهما أكبر في حال التساوي، ويكون لعقد الخيار قيمة ذاتية فقط عندما يكون العقد في وضع الربح **ITM** ولا توجد قيمة سالبة لحق الخيار أما بالنسبة لعقد خيار البيع فإنه يكون من النوع **ITM**، ويعبر عنه بالصيغة التالية:

$$V_i = \text{Max}[K - S, 0]$$

قيمة خيار البيع الذاتية هي الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق أو الصفر أيهما أكبر.

لا تقبض علاوة خيار البيع و الشراء أبدا عن قيمته الذاتية، و السبب في ذلك أن المضاربين في السوق، و الذين يراقبون أسعار خيارات الشراء والبيع الآجل بحثا عن الفروق السعرية، سوف يشترون تلك الحقوق، ويمارسونها فيكسبون بذلك عوائد عديمة المخاطرة وذلك من خلال بناء أو تكوين تحوطات عديمة المخاطرة.

فعلى سبيل المثال ان كان سعر السهم في السوق 30 دولاراً، و سعر التنفيذ 27 دولاراً، و العلاوة دولارين، فإنه وفي ظل عقود الخيار الأمريكية والتي يمكن من خلالها ممارسة الحق في الشراء خلال فترة العقد، فإن المضاربين سوف يشترون العقود و يدفعون دولارين علاوة، ثم يعمدون إلى ممارسة الحق في الشراء ب 27 دولاراً على الفور، ويكسبون من وراء ذلك جنيهاً واحداً في كل سهم، ولذلك نقول إن علاوة الخيار لا تقل أبدا عن قيمته الذاتية وهي في مثالنا هذا ثلاثة دولارات.

ثانيا: القيمة الزمنية للخيارات TIME VALUE

القيمة الزمنية هي تعبر عن التقلب في السعر خلال مرور الزمن، والذي يتناقص مع تناقص الوقت المتبقي حتى موعد انتهاء صلاحية العقد، ومن هنا جاء مصطلح القيمة الزمنية.

ونظرا لأن المشتري يكونون مستعدين لدفع سعر مقابل التحركات المستقبلية في أسعار الأسهم، فإن للوقت قيمة موجبة أو طردية، فكلما طال الوقت المتبقي حتى موعد انتهاء صلاحية الخيار كلما زادت فرصة ارتفاع قيمته، ومع ذلك فعندما يتم تثبيت سعر السهم ينظر لخيارات الشراء و البيع الآجل على أنها أصل مستهلك أو قابل للنفاد تقترب قيمته من القيمة الذاتية مع اقتراب موعد انتهاء الصلاحية، وبعبارة أخرى: مع اقتراب موعد انتهاء صلاحية عقد الخيار تتراجع القيمة الزمنية للحق إلى صفر.

ويمكن احتساب القيمة الزمنية على أنها الفرق بين سعر الخيار و القيمة الذاتية .

$$\text{القيمة الزمنية} = \text{سعر الخيار} - \text{القيمة الذاتية}.$$

أما العوامل المؤثرة في تسعير الخيارات فيمكن تلخيصها بالعوامل الآتية:

العلاقة مع سعر الخيار		العوامل المحددة
خيار بيع	خيار شراء	
عكسية	طردية	سعر السهم السوقي
طردية	عكسية	سعر التنفيذ
طردية	طردية	الوقت المتبقي حتى الاستحقاق
طردية	طردية	تقلبات أسعار الأسهم
عكسية	طردية	أسعار الفائدة
طردية	عكسية	التوزيعات النقدية

5.2.6. تسعير الخيارات:

أولاً: النموذج الثنائي لتسعير الخيارات Binomial Option Pricing Model

افتراضات النموذج:

نفترض أن مدة الخيار هي فترة زمنية واحدة و بنتيجتين محتملتين:

S هو سعر السهم في السوق

العائد إذا ارتفع سعر السهم $u = 1 +$

العائد إذا انخفض سعر السهم $d = 1 +$

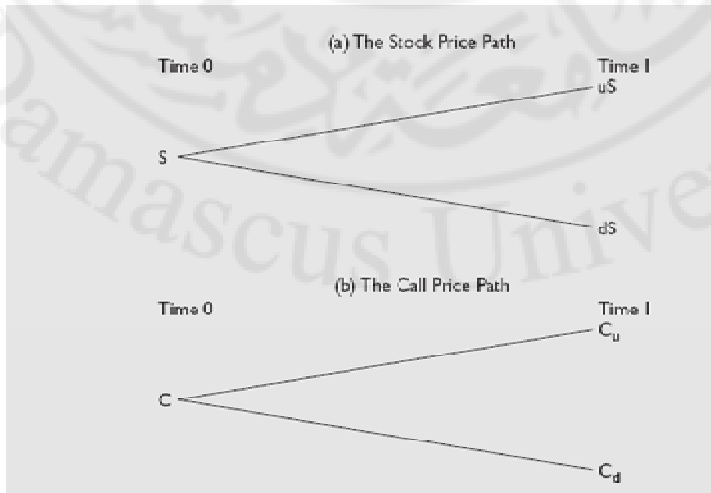
معدل العائد الخالي من المخاطر $r =$

قيمة خيار الشراء الأوروبي في نهاية أجل الخيار:

$$C_u = \text{Max}(0, S_u - X)$$

$$C_d = \text{Max}(0, S_d - X)$$

يستطيع المستثمر أن يقتض بسعر الفائدة الخالي من المخاطر $d < 1 + r < u$



نكون محفظة عديمة المخاطر من خلال شراء عدد من الأسهم h وبيع خيار شراء واحد، فتكون القيمة الحالية للمحفظة:

$$V = hS - C$$

وفي نهاية أجل الخيار ستصبح قيمة المحفظة

$$V_u = hS_u - C_u \text{ and } V_d = hS_d - C_d$$

فإذا كنا متحويين تماما فإننا سنحصل على العائد الخالي من المخاطر مهما تغير السعر، لذا نساوي بين قيمتي المحفظتين في الارتفاع و الانخفاض و نحسب قيمة h

$$h = \frac{C_u - C_d}{S_u - S_d}$$

و نظرا لأن المحفظة في نهاية أجل الخيار في حالة الارتفاع ينبغي أن تحقق العائد

$$V(1+r) = V_u \text{ (or } V_d \text{)} \text{ قيمة المحفظة:}$$

نستبدل $V = hS - C$ و نستبدل $V_u = hS_u - C_u$ ، و نعوض h بقيمتها فنحصل على قيمة الخيار:

$$C = \frac{pC_u + (1-p)C_d}{1+r}$$

$$p = (1+r-d)/(u-d)$$

أي أن قيمة الخيار هي المتوسط المرجح بقيمتي الخيار المحتملتين في نهاية الفترة مخضومة بمعدل العائد الخالي من المخاطر

مثال 1: بفرض القيمة السوقية لإحدى الشركات لحظة تنفيذ العقد \$100 ومن المتوقع أن ترتفع القيمة السوقية إلى \$125، وأن تنخفض إلى \$80 وأن سعر التنفيذ هو \$100. إذا كان سعر الفائدة الخالي من المخاطر 7%.

المطلوب: حساب نسبة التحوط مع التفسير ثم حساب سعر الخيار

ينبغي أن نحسب أولاً C_u, C_d, h, p

$$C_u = \text{Max}(0, 125 - 100) = 25$$

$$C_d = \text{Max}(0, 80 - 100) = 0$$

$$h = (25 - 0) / (125 - 80) = 0.556$$

$$p = (1.07 - 0.80) / (1.25 - 0.80) = 0.6$$

ثم نعوض في معادلة حساب C :

$$C = \frac{(0.6)25 + (0.4)0.0}{1.07} = 14.02$$

أما لو كان الخيار خيار بيع فإننا نستخدم معادلة P_u, P_d

نموذج بلاك - تشولز لتسعير الخيارات:

لا يمكن اتباع الطريقة التقليدية في تقييم الخيارات لأن العلاقة بين قيمة الخيار وسعر الأصل محل العقد ليست خطية وهذا يتطلب إيجاد وسائل أخرى كان من أهمها

نموذج بلاك تشولز Black and Scholes

قام بلاك وتشولز بصياغة نموذج لتقييم خيارات الشراء الآجل وهو مستخدم على نطاق واسع في مجتمع الاستثمارات، ورغم أن صيغة النموذج نفسها رياضية وتبدو معقدة، إلا أنها مستخدمة بشكل كبير.

ويعتمد هذا النموذج على خمسة متغيرات لتقييم خيارات الشراء الآجل، وهذه المتغيرات قابلة للملاحظة مباشرة في السوق باستثناء المتغير الأخير. وهي:

- 1- سعر السهم موضوع الخيار.
 - 2- سعر ممارسة الخيار.
 - 3- الوقت المتبقي حتى تاريخ انتهاء سريان العقد.
 - 4- سعر الفائدة.
 - 5- تقلب أسعار الأسهم في السوق.
- ويمكن التعبير عن صيغة تسعير خيارات البيع والشراء الآجلة وفقاً لنموذج بلاك-شولز كمايلي:

$$C = S [N(d_1)] - Ke^{-rft} [N(d_2)]$$

- C: سعر خيار الشراء الآجل.
- K : سعر التنفيذ.
- S: السعر الجاري السوقية للأسهم العادية.
- N(d): دالة التوزيع المتراكم.
- e: أساس اللوغاريتم الطبيعي = 2.71828 تقريباً.
- t: الوقت المتبقي حتى تاريخ الاستحقاق معبراً عنه ككسر من العام.
- rf: سعر الفائدة عديم المخاطرة المستمر والسنوي.
- لإيجاد d_1 و d_2 يجب حل المعادلات التالية:

$$d_{(1)} = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + (r_f + 0,5s^2)t}{(s(t)^{\frac{1}{2}})}$$

$$d_{(2)} = d_{(1)} - (s(t)^{\frac{1}{2}})$$

σ : الانحراف المعياري لمعدل العائد على الأسهم موضوع الخيار.

مثال 2:

بفرض أن سعر أحد الأسهم = 415 دولاراً والمطلوب تقييم خيار الشراء لهذا السهم المستحق في أيلول وذلك بالنسبة لسعر تنفيذ يبلغ 400 دولاراً ، إذا علمت أن الانحراف المعياري للعائد على هذا السهم = 25% سنوياً، وأن معدل الفائدة عديم الخطر المستمر والسنوي = 6.766% وعدد الأيام التي تسبق الاستحقاق = 45 يوماً.

الحل : يجب اتباع الخطوات التالية:

1- إيجاد d_1 : يمكن تحديدها بتطبيق العلاقة السابقة كمايلي:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{415}{400}\right) + (0.06766 + 0.5 \times (0.25)^2) \frac{45}{365}}{0.25 \sqrt{\frac{45}{365}}}$$

$$= 0.5583$$

وبعد العودة إلى جدول التوزيع نستنتج أن $N(d_1) = 71.2\%$

2 - إيجاد d_2 : من العلاقة السابقة نجد أن:

$$d_2 = 0.5583 - (0.25 \times \sqrt{\frac{45}{365}})$$

وبعد استخدام جدول توزيع احتمالي متراكم نجد أن قيمة $N(d_2) = 68.1\%$

3 - حساب قيمة خيار الشراء من خلال نموذج بلاك - تشولز:

$$C = (415 \times 0.712) - 400e^{-0.06766 \times \frac{45}{365}}(0.681) \\ = 25.21$$

وبذلك تكون القيمة النظرية (العادلة) وفقاً لنموذج بلاك - تشولز هي 25.21 دولاراً.

فإذا كان السعر السوقي الجاري للخيار أكبر من القيمة النظرية يعني ذلك أنه مبالغ في تسعيره، أما إذا كان أقل فيعني ذلك أنه مسعر بأقل مما يستحق.

6.2.6. تقييم خيارات البيع Put option valuation

لأجل تحديد أسعار خيارات البيع و الشراء الآجل يمكننا أن نعتمد على علاقة التكافؤ أو تطابق خيار الشراء الآجل وخيار البيع الآجل. وهو يعبر عن العلاقة بين أسعار خيارات البيع الآجل و خيارات الشراء الآجل للأسهم نفسها.

ويمكن التعبير عن هذه العلاقة على النحو التالي:

$$P = C - S + [K / (1 + RF)^T]$$

مثال 3:

في كانون الثاني من عام 2008 تم بيع خيار شراء (6 أشهر) على أسهم إحدى الشركات بسعر تنفيذ \$22.5. وقد تم بيعه بـ \$12.30، السعر السوقي كان \$27.27، معدل الفائدة الخالي من المخاطر 3.9%.

المطلوب: ما هو المبلغ الذي يكون مستثمر ما مستعداً لدفعه على خيار بيع لنفس السهم وفي تاريخ الاستحقاق و بسعر التنفيذ نفسه؟

الحل ويكون باستخدام العلاقة التالية:

$$P = C - S + \frac{K}{(1 + r_f)^t} = 12.3 - 27.27 + \frac{22.5}{(1 + 0.039)^2} = 7.1$$

7.2.6. عرض أسعار الخيارات في الصحف المالية:

تعرض الصحف المالية و المحلية أسعار أنواع مختلفة من الخيارات منها خيارات الأسهم. و يظهر الجدول التالي أسعار خيارات الشراء على سهم شركة مكدونالدز في تاريخ أول أيار عندما كان سعر السهم في السوق \$45.62.

	Strike	Exp.	Vol.	Call	Vol.	Put
McDonald's	45	Jun	180	4 1/2	60	2 3/4
	45	Oct	70	5 3/4	120	3 3/4
	50	Jun	360	1 1/8	40	5 1/8
	50	Oct	90	3 1/2	40	6 1/2

يُظهر العمود الأول سعر التنفيذ بينما يُظهر العمود الثاني تاريخ الاستحقاق (يوم الاستحقاق للخيار في سوق شيكاغو هو يوم السبت الذي يأتي بعد يوم الجمعة الثالث لشهر الاستحقاق). و يظهر العمودان الثالث و الرابع الكميات المتداولة والأسعار المعروضة وفق أسعار التنفيذ و أشهر الاستحقاق المحددة لخيارات الشراء على سهم مكدونالدز، بينما يظهر العمودان الخامس و السادس الكميات المتداولة والأسعار المعروضة وفق أسعار التنفيذ و أشهر الاستحقاق المحددة لخيارات البيع على السهم نفسه.

تتيح المقارنة بين قيمة علاوة (سعر الخيار) للخيارات الأربعة في الجدول السابق التعرف على العوامل المؤثرة في أسعار الخيارات. أولاً: بالمقارنة ما بين السطر الأول والثالث (حيث للخيارات نفس تاريخ الاستحقاق) يظهر جلياً أن الخيارات ذات سعر التنفيذ المرتفع لها علاوة منخفضة في حالة خيارات الشراء، و علاوة مرتفعة في حالة خيارات البيع. ثانياً: بالمقارنة بين السطرين الأول و الثاني (حيث للخيارات سعر التنفيذ نفسه) يتضح لنا أن الخيار ذا تاريخ الاستحقاق الأطول له سعر (علاوة) أكبر سواءً كان خيار شراء أو بيع. وهذا ما تؤكدته المقارنة ما بين السطرين الثالث و الرابع.

3.6. العقود الآجلة:

من أجل دراسة العقود الآجلة يجب أن نميز بين الأنواع المختلفة للتعامل أو للعقود:

- 1- العقود الآنية (Spot Contracts).
- 2- العقود الآجلة (Forward Contracts).
- 3- العقود المستقبلية (Future Contracts).

1.3.6. تعريف العقود الآنية أو التعامل الآني:

العقد الآني: هو اتفاق بين طرفين في الزمن صفر، يقوم البائع من خلاله بالتسليم الفوري (أو خلال يومي عمل) للشيء محل التعاقد وأن يقوم المشتري بالدفع الفوري لمبلغ العقد. إن هذا يعني أن كل شيء ينص عليه العقد من تسليم ودفع سوف يتم فوراً، أي أن الميزة الرئيسية للعقد الآني هي في التنفيذ الفوري. إن هذا النوع من التعامل لا يعيننا هنا حيث إنه لا يعتبر أحد أنواع المشتقات المالية ولكن من المهم تمييزه من التعامل الآجل والتعامل المستقبلي (الذين هما أحد أهم أنواع المشتقات المالية):

2.3.6. تعريف العقود الآجلة أو التعامل الآجل:

العقد الآجل: هو عقد بين طرفين (غالباً ما يكون المصرف هو أحد الطرفين) في الزمن صفر، يقوم البائع من خلاله بتسليم الأصل لاحقاً وأن يتم الدفع من قبل المشتري لاحقاً، و الميزة الهامة في التعامل الآجل من أجل تمييزه من المستقبلي بشكل رئيسي هو السعر. حيث إن السعر يتم تحديده وقت التعاقد وبالطبع يتم تسجيله بالعقد، وهو عادة أعلى من السعر الآني. كما أن هذه العقود غير منمطة ويتم التوصل إليها من خلال التفاوض.

3.3.6. التعامل بالعقود الآجلة

إن ظهور العقود الآجلة كان مرتبطاً بعدم التأكد المرتبط بأسعار الأسهم وأسعار صرف العملات وغيرها من الأدوات. بمعنى أن المتعاملين (مشتريين وبائعين) يدخلون في العقود الآجلة لأنهم في حالة عدم تأكد حول ماهية السعر المستقبلي لسلعة ما أو سعر فائدة مستقبلي على أصل ما، من أجل ذلك هم يقومون باستخدام العقود الآجلة من أجل ضمان (تثبيت) سعر مستقبلي لأصل سوف يحتاجون إليه في المستقبل.

نلاحظ أن العقود الآجلة تنطوي على مايلي:

- 1- السعر المتفق عليه سعر ثابت عبر مدة العقد.
- 2- لا تكون ذات العقود الآجلة منمطة وهذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد. ولذلك هما يمتلكان حرية التصرف وابتداع أي شروط يرونها لأي سلعة. وهنا تبرز المرونة التي توفرها هذه العقود لأطراف العقد.

3- العقود الآجلة لا تتمتع بالسيولة، فإذا رغب البائع والمشتري في الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصاً آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له.

4- لا توجد عادة مدفوعات في العقود الآجلة عند بداية العقد وكذلك لا توجد عادة أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء الصلاحية. بل يتمثل ربح المصرف عادة بالهامش بين سعر الشراء والبيع.

5- الربح والخسارة في العقود الآجلة تظهر عند تاريخ التسوية، حيث نقارنه مع السعر الآني في ذلك التاريخ.

4.3.6. أنواع العقود الآجلة:

1. العقود الآجلة على أصول ثابتة و سلع.
2. العقود الآجلة على السندات والأسهم.
3. العقود الآجلة على أسعار الفائدة.
4. العقود الآجلة على العملات الأجنبية.
5. العقود الآجلة على مؤشرات الأسهم.

5.3.6. أسواق العقود الآجلة:

المصارف التجارية، المصارف الاستثمارية و السماسرة هم المتعاملون الأساسيون في أسواق العقود الآجلة، والتي هي أسواق غير منظمة (Over the Counter). بمعنى لا يوجد بورصة محددة للعقود الآجلة، وإنما يتم الاتفاق باستخدام شبكة الاتصالات حيث يتم الالتقاء بين المشتري والبائع.

6.3.6. اتفاقية أسعار الفائدة الآجلة.

هي عقد يتم بموجبه الاتفاق بين طرفين حيث يضمن أحد الطرفين للآخر سعر فائدة محدد في المستقبل لطرف آخر يريد أن يتحوط ضد ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة التي ستحصل في المستقبل القريب ولفترة محددة.

يتضمن هذا العقد:

1. المشتري: الذي يريد أن يحمي نفسه ضد الارتفاع في أسعار الفائدة.
2. البائع: الذي يريد أن يحمي نفسه ضد الانخفاض في أسعار الفائدة.
3. القيمة.
4. مدة العقد.
5. سعر الفائدة الآجل.
6. تاريخ التسوية.

إن من مميزات التعامل باتفاقية أسعار الفوائد الآجلة أن الشركات أو العملاء يستطيعون تثبيت سعر الفائدة التي سيدفعونها على قرض في المستقبل.

مثال:

إحدى الشركات ترغب في الحصول على قرض لمدة ستة أشهر بقيمة \$2000000 مع العلم أن هذه القروض تعطى بسعر فائدة معوم وهو سعر الليبور. ونتيجة لمخاوفها من ارتفاع أسعار الفائدة فإنها تدخل في اتفاقية سعر فائدة آجلة مع طرف آخر (طبعاً هذا الطرف يتوقع انخفاض أسعار الفائدة) ويكون العقد كالتالي:

- المبلغ 20 مليون دولار
- سعر الليبور 6.25% (وهو سعر الفائدة الذي يتم الإقراض على أساسه)

- بداية تحديد قرض الأشهر الستة يوم 2006/1/1
- فترة التحوط من 2006/1/1 حتى 2006/6/30 وقد تم الاتفاق على سعر فائدة ثابت 6.50%

نفرض أن سعر الليبور في 6/30 ارتفع إلى 7.25%

في هذه الحالة ستقوم الشركة بدفع فائدة قدرها

$$\$650000 = 0.5 * \%6.50 * \$20000000$$

بدلاً من

$$\$725000 = 0.5 * \%7.25 * \$20000000$$

وبالتالي تكون الشركة قد تجنبّت خسارة قدرها \$75000 والتي كانت

ستلحق بها نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة لو لم تدخل في اتفاقية أسعار فائدة آجلة.

ولكن لو حدث العكس وانخفضت أسعار الفائدة فإن خسائر الشركة ستكون كبيرة.

بفرض أصبح سعر الفائدة 6% وبالتالي خسائر الشركة الناتجة عن دخولها في

عقد آجل ستكون

$$\$5000 = 65000 - 60000$$

7.6.6. ماهية وخصائص العقود الآجلة:

أ. هي اتفاق تعاقدى بين طرفين (البائع والمشتري) لتبادل أصل بسعر محدد وفي تاريخ محدد.

ب. في ظل هذا العقد فإن المشتري يلتزم بشراء الأصل و يلتزم البائع بهذا السعر في التاريخ المحدد للتنفيذ.

ت. العقود الآجلة لا تكون بصفة عامة معيارية، هذا يعني أن كلا من البائع و المشتري يتفاوضان على شروط العقد مما يعطي المرونة لأطراف العقد.

ث. العقود الآجلة قليلة السيولة، حيث لا يتمكن أي طرف من الخروج من العقد إلا بإيجاد آخر يحل محله و يقبل به الطرف الآخر.

ج. تتضمن هذه العقود مشكلة محتملة وهي متعلقة بمخاطر الائتمان أو مخاطر العجز: وهي المخاطر الناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الوفاء بالتزاماته، فالعقد لن ينفذ إذا عجز المشتري عن تدبير الأموال التي يحتاجها لشراء الأصل أو عجز البائع عن تسليم الأصل محل العقد.

ح. يتحدد الربح أو الخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي تم تضمينه في العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين، إذا كان سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ فإن المشتري يحقق مكاسب لأن الأصل سوف يباع بأقل من قيمته الجارية أما إذا هبط سعر السوق فإن البائع هو من يحقق الربح لأن الأصل سوف يباع بسعر أعلى من قيمته الجارية.

خ. تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد وكذلك لا توجد أية نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

د. إن العقود الآجلة يتم تداولها في السوق غير المنظمة.

ذ. ترم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية و أحد عملائها.

ر. بما أن هذه العقود تتداول في الأسواق غير منظمة، فإنها بالتالي غير نمطية.

4.6. عقود المستقبلية: FUTURES CONTRACTS

1.4.6. تعريف العقود المستقبلية :

يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه، وبواسطة طرف ثالث (الوسيط)، كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد .

ويتم التعامل بهذه العقود في سلع حقيقية مثل : البن والسكر والقطن والنفط والمعادن الثمينة من الذهب والفضة، أو مالية كالسندات والأسهم والودائع والعملات الأجنبية كما يمكن أن تشتمل أيضاً على مؤشرات السوق المالي .

وعرفها البعض بأنها عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته.

2.4.6. العناصر الرئيسية للعقود المستقبلية :

يجب أن يشتمل العقد على :

- أطرافه (البائع والمشتري) .
- تاريخ التعاقد .
- محل التعاقد (نوع الأصل محل العقد) .
- تاريخ التسليم .

- الكمية .
- سعر التنفيذ أو سعر التسوية .
- مكان وطريقة التسليم .

3.4.6. خصائص العقود المستقبلية :

1- يتم الشراء فيها بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها PRISE RISK، إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعاً .

2 - يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح OPEN OUTCRY عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة CLEARING HOUSES تُوكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد .

3 - لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً يسمى MARGIN.

4 - إذا كان من الممكن تحرير عقود مستقبلية على أية سلعة فإن قليلاً من السلع تتوافر فيها الشروط التي تناسب الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية ومن أهمها:

- أ- أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد في العقد.
- ب- أن تكون السلعة قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة .

ت - أن تكون السلعة ذات قيمة مقارنة بحجمها .

ث - أن يوجد طلب نشط على السلعة

وبذلك تناسب هذه الأسواق سلعاً مثل: المنتجات الزراعية وبصفة خاصة البن والشاي والذرة والبطاطس وكذلك العملات والأوراق المالية .

5 - لضمان توفير سوق منتظمة للعقود المستقبلية لجأت بورصات العقود

إلى ترميط شروط التعاقد في خمسة شروط أساسية هي :

1- وحدة التعامل :

ويقصد بها حجم العقد (contract size) أي عدد الوحدات التي يتضمنها والتي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد فمثلا في بورصة شيكاغو للتجارة CBOT يتضمن العقد الواحد للتعامل في القمح على (5000) رطل وفي أذونات الخزنة الأمريكية ما قيمته مليون دولار وهكذا .

2- شروط التسليم: (Delivery Terms)

وتتضمن التاريخ أو التواريخ التي سيتم فيها التسليم والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع تسليم الأصل ودرجة جودة الأصل محل التعاقد ومكان التسليم وكيفية التسليم

وبالنسبة لتواريخ التسليم فقد تتحدد بشهور معينة، أو في دورات ربع سنوية منتظمة مثل العقود على أذون الخزنة وقد تكون غير منتظمة مثل السلع الزراعية بسبب موسمية المنتج

هذا وتحدد شروط التسليم بواسطة إدارة البورصة وشروط التسليم في العقود المستقبلية على الأصول المالية ليست جامدة فالورقة المالية محل التعاقد قد تحل محلها ورقة مالية أخرى بل وقد تمتد المرونة إلى تاريخ التسليم أيضاً .

3- حدود تقلب الأسعار:

حيث تفرض أسواق العقود حداً أدنى للتغيرات السعرية يتفاوت حسب الأصل محل التعاقد وحداً أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد وإن كانت بعض العقود مثل : العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى .

4- حدود المعاملات: TRADING LIMIT أو المراكز POSITION LIMITS

ويقصد بها الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون بيد مستثمر واحد، وذلك على نفس النهج المتبع في أسواق الخيارات . والهدف من ذلك هو تحقيق التوازن بين ميزة توفير السيولة وميزة توفير الأمان .

5- ساعات التداول: ومن صور التمييز أيضاً أن تحدد إدارة البورصة ساعات التداول لكل عقد .

فمثلاً العقود على السلع الزراعية في بورصة شيكاغو يتم التعامل بها لمدة أربع ساعات يومياً .

أما بالنسبة لمعظم العقود على الأصول المالية فيمتد التداول إلى ست ساعات .

6- الهامش : المبلغ الذي يجب على المستثمر في السوق المستقبلية إيداعه في حساب مصرفي ولا يجوز له التصرف في الرصيد إلا بعد انتهاء سريان مفعول

العقد . وتقوم غرفة مقاصة العقود المستقبلية Clearinghouse Futures عادة بتحديد قيمة الهامش، والذي يتراوح بين 5- 10% من القيمة الإجمالية للعقد.

والغرض الأساسي للهامش هو تحقيق مبدأ الإلزام في العقود المستقبلية، حيث إن إيداع المبلغ يعبر عن حسن نية المستثمر، ورغبته الجادة بالالتزام بشروط العقد، سواء أكان المستثمر مشترياً أم بائعاً .
يوجد نوعان من الهامش :

1- الهامش المبدئي Initial Margin : وهو مبلغ منخفض نسبياً بالقياس إلى حجم العقد، حيث إنه وكما ذكرنا سابقاً يتراوح بين 5 - 10 % من حجم العقد .

2- هامش الوقاية Maintenance Margin : وهو الحد الأدنى لما يمكن أن يصل إليه رصيد الهامش ، فإذا انخفض رصيد الهامش المبدئي عن هذا الحد فإنه يجب إيداع مبلغ إضافي، بما يكفي لإعادة الرصيد إلى المبلغ المطلوب حسب الهامش المبدئي .

7- تعديل القيمة السوقية للعقود المستقبلية Making-to-Market :

يعتبر تعديل القيمة السوقية للعقود المستقبلية المهمة الرئيسية التي تقوم بها غرفة مقاصة العقود المستقبلية. ويطلب مكتب المقاصة من العميل فتح حساب وإيداع مبلغ يتحدد طبقاً لقيمة الهامش المبدئي، بالإضافة إلى ذلك تحدد غرفة المقاصة قيمة هامش الوقاية كما أسلفنا أعلاه .

وتقوم المقاصة أيضاً بحساب ربحية المستثمر في العقد بشكل يومي، فإذا ارتفع السعر السوقي فإن المستثمر في عقد الشراء يحقق ربحاً يحسب كما يلي:

$$(\text{السعر السوقي} - \text{السعر المستقبلي}) * \text{حجم العقد} .$$

وإذا انخفض السعر فإنه يتكبّد خسارة .

أما بالنسبة للمستثمر في عقد البيع فإنه يحقق ربحاً إذا انخفض السعر ويحسب كما يلي:

$$(\text{السعر المستقبلي} - \text{السعر السوقي}) * \text{حجم العقد} .$$

وإذا ارتفع السعر فإنه يتكبّد خسارة .

وبناء على حركة السعر يتم حساب الربح أو الخسارة فور إغلاق التعامل بالعقود في نهاية اليوم . ثم تضاف إلى رصيد العميل في حين تخصم الخسارة من رصيده. وإذا استمر العميل في تحقيق خسائر لعدة أيام متتالية، وانخفض رصيد العميل حتى وصل إلى هامش الوقاية أو أقل منه، يتم إشعار العميل بذلك فيما يسمى بإشعار الهامش **Margin Call**، حيث يتوجب على العميل في هذه الحالة، إيداع ما يكفي من الأموال لإعادة الرصيد إلى رصيد الهامش المبدئي، ويجوز للمستثمر خلال الفترة التي تسبق انتهاء العقد سحب أي رصيد يزيد عن رصيد الهامش المبدئي، والذي قد يحققه المستثمر نتيجة تحقيق العقد ربحية وإضافة هذه الربحية إلى الرصيد أثناء التعديل .

تستمر عملية التعديل حتى تاريخ انتهاء سريان مفعول العقد، حيث تتم تسوية العقد في ذلك اليوم، ويقصد بتسوية العقد **contract settlement**، أن تقوم إدارة السوق بتغيير أوضاع المستثمرين في السوق ليصبح المشتري بائعاً والبائع مشترياً. أي أن المستثمر في عقد الشراء يشتري الأصل الذي تعاقد على شرائه بالسعر المستقبلي

ويبيعه بالسعر السوقي السائد في ذلك اليوم، وتحسب ربحية أو خسارة العقد بناء على ذلك . وكذلك المستثمر في عقد البيع حيث يبيع الأصل الذي تعاقد على بيعه بالسعر المستقبلي ويشتريه بالسعر السوقي السائد، وتحسب ربحيته أو خسارته بناء على ذلك، والمثال التالي يوضح عملية التعديل على العقود المستقبلية .

مثال :

اتصل أحد المستثمرين بسمساره في 2007/7/2 لشراء عقدي مستقبليين للذهب وذلك في بورصة نيويورك للسلع Comex . السعر المستقبلي \$ 400 للأونصة الواحدة، وحجم العقد الواحد هو 100 أونصة . وقد طلب السمسار بموجب شروط غرفة المقاصة من المستثمر إيداع مبلغ \$2000 للعقد الواحد على ألا ينقص عن \$1500 للعقد الواحد . وقد كانت الأسعار حتى 7/24 كما يلي :

سعر الاغلاق	التاريخ
397	03-Jul
396.1	04-Jul
398.2	05-Jul
397.1	06-Jul
396.7	07-Jul
395.4	10-Jul
393.3	11-Jul
393.6	12-Jul
391.8	13-Jul
392.7	14-Jul
387	17-Jul
387	18-Jul
388.1	19-Jul
388.7	20-Jul
391	21-Jul
392.3	24-Jul

المطلوب بيان آلية عمل غرفة المقاصة من خلال إجراء التسويات اليومية لهذا العقد
وبيان الربح اليومية والربح التراكمي حتى 7/24 .

التاريخ	سعر الإغلاق	الربح/الخسارة اليومية	الربح/الخسارة التراكمية	رصيد الهامش	إشعار/تعليق الهامش
	400			4000	
3	397	(600)	(600)	3400	
4	396.10	(180)	(780)	3220	
5	398.20	420	(360)	3640	
6	397.10	(220)	(580)	3420	
7	396.7	(80)	(660)	3340	
10	395.4	(260)	(920)	3080	
11	393.3	(420)	(1340)	2660	1340
12	393.6	60	(1280)	4060	
13	391.8	(360)	(1640)	3700	
14	392.7	180	(1460)	3880	
17	387	(1140)	(2600)	2740	1260
18	387	0	(2600)	4000	
19	388.1	220	(2380)	4220	
20	388.7	120	(2260)	4340	
21	391	460	(1800)	4800	
24	392.3	260	(1540)	5060	

8- الرافعة المالية:

في السوق المستقبلية الرافعة تشير إلى التحكم بقيمة نقدية كبيرة للسلع مقارنة بمستوى رأس مال صغير. حيث إنه بنسبة قليلة من النقدية تستطيع الدخول في عقد مستقبلي إذا ما تم مقارنتها مع نسبة النقدية التي يجب دفعها في عمليات التمويل

بالهامش، لذلك يقال بأن السوق المستقبلية هي أكثر أنواع الاستثمارات التي يكون لتغيرات الأسعار فيها أعلى رافعة مالية وهذا يعني بأن التغير الصغير في السعر المستقبلي يستطيع أن يترجم إلى خسائر هائلة أو أرباح هائلة.

السبب أن الهامش المبدئي صغير جدا بالنسبة للقيمة النقدية للعقد.

4.4.6. الخيارات في شروط العقود المستقبلية :

لو كانت شروط العقود المستقبلية جامدة لتسبب ذلك في ضغط على أسعار الأصول price squeezes محل التعاقد، لذا أصبح توفير المرونة أو الخيارات في شروط العقود المستقبلية ضرورة،

وتقسم هذه الخيارات إلى :

1- خيار التوقيت: Timing option

يسمح للبائع بأن يقوم بالتسليم في أي يوم عمل خلال شهر التسليم . ومن المتوقع بأن البائع للعقود على السلع يهرع بالتسليم مبكراً بهدف تخفيض تكلفة الاحتفاظ . أما بائع العقد على الأصول المالية فيفضل الانتظار حتى آخر لحظة، إذا ما كانت هناك كوبونات تستحق قبل تاريخ التسليم .

2- خيار الكمية: Quantity option

فيسمح بتسليم كميات أقل أو أكثر بقليل من عدد الوحدات المحددة في العقد . كل هذا رغبة في تجنب رفض المشتري استلام في حالة التباين الطفيف في الكمية، فإذا كانت الكمية المسلمة أقل، فإن المشتري يدفع مبلغاً يقل عن سعر العقد بما يعادل الفرق في الكمية عما هو منصوص عليه في العقد، مضروباً في سعر الأصل في السوق الحاضر، ويحصل البائع على قيمة أكبر من سعر العقد لو أن الكمية المسلمة كانت أكبر .

3- خيار مكان التسليم: Location option

إذ يمكن للبائع من أن يختار أماكن مختلفة للتسليم .

5.4.6. تصنيف المتعاملين في السوق المستقبلية:

• المضاربون :

وذلك عن طريق استخدام ما يسمى بميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي إذ يكفي أن يدفع المتعامل في العقود، سواء كان مشترياً أم بائعاً قيمة الهامش المطلوب حتى يدخل السوق كمضارب يسعى لتحقيق مكاسب رأسمالية عالية بسبب التقلبات السوقية، إلا أن إدارة السوق و بهدف الحد من المغالاة في المضاربة، تقوم بوضع مدى مسموح به يحدد الحد الأدنى والحد الأعلى للتقلبات التي تحدث في اليوم الواحد على أسعار العقد بحيث لا تتجاوزها حتى لو اقتضى الأمر وقف التعامل مع العقد .

ويتفاوت عادة الحد المسموح به للتقلب بين أنواع العقود وذلك وفقاً لاختلاف وتنوع الأصول المشمولة بها. ومن الضوابط الأخرى المستخدمة أيضاً وضع حد أقصى لعدد العقود التي يسمح للمستثمر الواحد أن يمتلكها معاً .

وغالباً ما يكون سعر الأصل في العقد المستقبلي أعلى من نظيره في السوق الحاضر، ويطلق على الفرق بينهما مصطلح أساس Basis، وعندما يكون هذا الفرق موجباً (وهو الأكثر شيوعاً) يسمى علاوة، وإن صادف وكان سالباً فيطلق عليه حينئذ مصطلح خصم .

مثال: يفرض أن لدى أحد المضاربين مبلغ \$5300 وهو يرغب باستثمارها في

شراء الذهب ، كما أنه يخطط لبيعها بعد سنة من الآن . وقد توفرت لك المعلومات

التالية : سعر أونصة الذهب في السوق الحاضر \$530 و سعر أونصة الذهب في

سوق العقود المستقبلية ، تسليم سنة من الآن \$575 ، والهامش المبدئي المطلوب 9.22% من قيمة العقد .

والمطلوب : بين من خلال معالجتك للحالتين التاليتين مزايا العقود المستقبلية لأغراض المضاربة :

الحالة الأولى : قيام المستثمر بشراء الذهب في السوق الحاضرة.

الحالة الثانية: قيام المستثمر بشراء الذهب في السوق المستقبلية .

عالج ذلك من خلال السيناريوهين التاليين :

أ- تحقق توقعات المستثمر بارتفاع سعر الأونصة ليصبح \$600 .

ب- حدوث عكس التوقعات وذلك بانخفاض سعر الأونصة ليصبح \$525

الحل :

الحالة الأولى :

أ- وفق هذا السيناريو يحقق المضارب ربحاً مقداره \$700 ومعدل عائد على الاستثمار = 13.21% .

ب- وفق هذا السيناريو يخسر المضارب \$50 ، ويكون معدل العائد -0.943% أي أن المجال في معدل العائد يكون [-0.94% , +13.21%] .

الحالة الثانية :

أ- وفق هذا السيناريو يحقق المضارب ربحاً مقداره \$2500 ومعدل عائد على الاستثمار = 47.17% .

ب- وفق هذا السيناريو يخسر المضارب \$5000 ، ويكون معدل العائد -94.33% أي أن المجال في معدل العائد يكون [-94.33% , +47.17%] .

• المتحوطون : Hedgers

يهدف التحوط إلى تخفيض المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرون والتي تشمل غالباً ما يلي :

- 1- مخاطر تقلب أسعار صرف العملات .
- 2- مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية .
- 3- مخاطر تقلب أسعار الفائدة .
- 4- مخاطر تقلب أسعار السلع .

ويتم التحوط في سوق العقود المستقبلية إما عن طريق شراء العقد أو عن طريق بيعه وذلك حسب وضع كل من طرفي العقد . فمثلاً لو أن مستثمر يدير محفظة من السندات الدولية توقع حدوث ارتفاع في أسعار الفائدة السوقية فإنه لاتقاء مخاطر انخفاض أسعار سندات المحفظة تدخل سوق العقود المستقبلية بائعاً لعقود مستقبلية على السندات. وعلى العكس من ذلك فإن شركة تصدر السندات تتوقع انخفاض سعر الفائدة السوقية تدخل بقصد اتقاء المخاطر المصاحبة لذلك سوق العقود المستقبلية مشترية لعقود مستقبلية على السندات .

مثال : في 2008/1/1 تعاقدت شركة أمريكية متخصصة في بيع السيارات مع شركة سيتروين على استيراد صفقة من السيارات قدرت قيمتها بمبلغ 50 مليون يورو على أن تسدد قيمة الصفقة في 2008/6/30 . وبقصد التحوط من مخاطر ارتفاع أسعار اليورو مقابل الدولار عند استحقاق تسديد ثمن الصفقة ، أبرمت الشركة الأمريكية في نفس التاريخ في سوق العقود المستقبلية وبواسطة أحد بيوت السمسرة مجموعة عقود مستقبلية لشراء اليورو بقيمة اسمية قدرها 50 مليون يورو . والمطلوب :

بين دور العقود المستقبلية كأداة للتحوط من خلال الافتراضات التالية :

1. سعر اليورو الفوري مقابل الدولار بتاريخ الصفقة 2008/ 1/1 هو \$1.220 / يورو .

2. سعر التسوية المتفق عليه في العقد أي السعر الآجل هو \$1.224 / لكل يورو

3. سعر اليورو مقابل الدولار بتاريخ استحقاق السداد 2008/6/30 هو \$1.310 / يورو .

الحل :

قيمة الصفقة لحظة التعاقد = $50000000 \times 1.220 = \61000000 .

قيمة الصفقة في 6/30 / تاريخ الاستحقاق = $50000000 \times 1.310 = \65500000 .

تكلفة الصفقة = $50000000 \times 1.224 = \61200000 .

أي أنه بفضل اللجوء إلى العقود المستقبلية تم حماية المركز من خسائر مقدارها \$4300000 .

المتداول	بيع (short)	شراء (long)
المتحوط	يصون (يؤمن) السعر في الوقت الحاضر ضد الانخفاضات في المستقبل.	يصون (يؤمن) السعر في الوقت الحاضر من الارتفاعات في المستقبل.
المضارب	يصون (يؤمن) السعر في الوقت الحاضر متوقعا انخفاض الأسعار.	يصون (يؤمن) السعر في الوقت الحاضر متوقعا ارتفاع الأسعار.

FUTURES PRICES

Thursday, March 15, 2001

Open Interest Reflects Previous Trading Day.

GRAINS AND OILSEEDS

	OPEN	HIGH	LOW	SETTLE	CHANGE	LIFETIME	OPEN
						HIGH	INT.
Corn (CBT) 5,000 bu.; cents per bu.							
May	217 1/2	217 1/2	216 1/2	216 1/2	- 7	282 1/2	186,129
July	225 1/4	225 1/4	218 1/4	218 1/4	- 5 1/2	287 1/2	109,750
Sept	233 1/2	233 1/2	225 1/2	225 1/2	- 7	276 1/2	29,131
Dec	244 1/4	244 1/4	237 1/4	237 1/4	- 7	275	86,793
Mr02	253 1/4	253 1/4	246 1/4	246 1/4	- 6 1/2	270	10,285
May	258	259	253 1/2	254	- 8 1/2	266 1/2	2,165
July	263 1/4	263 1/4	257 1/4	257 1/4	- 7	279 1/2	2,621
Dec	263 1/4	264	257 1/2	258 1/2	- 6	272	3,686
Est vol 103,000; vol Wed 80,060; open int 431,377, +1,845.							
Oats (CBT) 5,000 bu.; cents per bu.							
May	108 1/4	109	105	105	- 3 1/4	140 1/4	9,145
July	112 1/2	113	109 1/4	110 1/2	- 2 1/2	131 1/4	3,936
Sept	113 1/2	115	112 1/2	113 1/4	- 2 1/4	138 1/2	693
Dec	121 1/4	122	118	119 1/4	- 2 1/4	140 1/2	1,838
Est vol 1,507; vol Wed 1,000; open int 15,690, +99.							
Soybeans (CBT) 5,000 bu.; cents per bu.							
May	444	447 1/4	438	445 1/2	+ 1 1/2	604	71,060
July	451 1/2	454	444	451 1/2	+ 1 1/2	609	42,238
Aug	451	454	444	450	- 1	549	5,244
Sept	449 1/2	451	441 1/2	447 1/2	- 1 1/4	549	44,116
Nov	453 1/4	455 1/4	446	451 1/2	- 2 1/4	605	22,257
Mr02	463 1/2	464 1/2	455	460	- 2 1/2	537 1/2	1,284
Mar	473	474 1/2	464 1/2	468 1/2	- 3	546	682
July	468 1/2	467	479	484	- 1	521	184
Est vol 52,000; vol Wed 58,491; open int 147,411, -1,855.							
Soybean Meal (CBT) 100 tons; \$ per ton.							
May	149.90	152.00	149.50	151.90	+ 2.00	189.50	42,273
July	149.50	151.00	148.90	150.30	+ 1.50	190.00	24,434
Aug	149.40	149.70	148.10	149.60	+ 1.50	190.40	8,937
Sept	148.00	148.50	147.10	148.30	+ 70	182.80	6,311
Oct	147.90	148.00	146.30	147.30	+ 40	181.00	4,829
Dec	148.20	148.50	146.50	147.40	+ 20	180.00	13,704
Mr02	148.50	149.30	147.00	147.70	+ 20	186.50	1,305
Mar	149.50	150.00	148.00	149.60	+ 10	186.50	540
Est vol 16,500; vol Wed 28,151; open int 102,761, -462.							
Soybean Oil (CBT) 60,000 lbs.; cents per lb.							
May	16.20	16.33	15.81	16.08	- 11	20.68	55,792
July	16.55	16.69	16.15	16.43	- 12	20.95	34,729
Aug	16.74	16.85	16.34	16.56	- 13	20.98	8,309
Sept	16.99	16.99	16.50	16.72	- 13	21.15	4,603
Oct	17.08	17.15	16.70	16.91	- 17	20.35	5,260
Dec	17.33	17.47	16.95	17.27	- 11	21.25	11,627
Mr02	17.72	17.72	17.20	17.43	- 12	17.88	2,151
Mar	18.03	18.03	17.50	17.70	- 15	18.10	1,109
May	18.00	18.00	17.45	17.30	- 35	17.45	183
Est vol 21,000; vol Wed 29,106; open int 124,025, -384.							
Wheat (CBT) 5,000 bu.; cents per bu.							
May	284 1/4	285	271 1/2	273 1/4	- 10	325	70,515
July	294 1/4	295 1/4	282 1/4	284 1/4	- 9 1/2	350	47,305
Sept	305	305	292 1/2	295	- 9	325	5,420
Dec	318 1/2	318 1/2	307	309 1/2	- 9	343	9,840
Mr02	329	329	318 1/2	320	- 9	346	1,416
July	334	334	325	327	- 7	355	960
Dec	347	347	338	340	- 8	365	294
Est vol 37,000; vol Wed 27,019; open int 135,866, +2,686.							
Wheat (KC) 5,000 bu.; cents per bu.							
Mar	330 1/4	331 1/4	314	314	- 7	349	301
May	329 1/4	330 1/4	318 1/4	320 1/4	- 9	352 1/2	310
July	339 1/4	340 1/4	328 1/4	330 1/4	- 9	359	317
Sept	349	349	338 1/2	340	- 9	369 1/2	2,798
Dec	360	360	341	351 1/2	- 8 1/2	375	3,154
Mr02	369	369	350	361	- 9	363	565
Est vol 8,418; vol Wed 7,384; open int 69,478, -669.							
Wheat (MPLS) 5,000 bu.; cents per bu.							
Mar	330 1/2	331 1/2	314	314	- 7	349	299
May	335	335 1/2	325	328	- 8 1/2	379	319 1/2
July	342 1/4	343	332 1/4	335 1/4	- 9 1/2	381	327
Sept	350 1/2	350 1/2	341	343	- 6 1/2	391	335 1/2
Dec	361	361	352 1/2	354 1/2	- 6	389	348
Mr02	368	368	359 1/2	361 1/2	- 6	387	356
Est vol 5,181; vol Wed 5,117; open int 27,250, +278.							

Canola (WPG)-20 metric tons; Can. \$ per ton

Mar	285.00	285.00	280.20	283.90	+ 2.50	305.50	257.00	1,050
May	282.00	284.00	280.20	283.90	+ 2.30	305.50	259.20	38,886
July	284.00	284.80	281.30	284.70	+ 1.20	290.80	283.20	26,746
Aug	284.00	284.00	281.30	284.00	+ 0.50	282.00	271.00	63
Sept	285.00	285.00	281.30	284.00	+ 0.00	288.00	268.00	1,207
Nov	287.00	287.60	284.30	287.30	+ 1.10	298.00	271.10	22,434
Mr02	288.00	288.00	284.30	287.30	+ 0.90	290.80	277.00	457

Est vol na; vol Wed 20,671; open int 87,853, -47.

Wheat (WPG)-20 metric tons; Can. \$ per ton

Mar	145.00	145.00	142.50	142.60	+ 0.00	157.50	134.50	55
May	145.60	145.60	142.50	142.60	+ 3.30	159.00	137.50	4,976
July	148.00	148.00	144.50	144.90	+ 3.20	155.00	140.50	3,263
Oct	122.30	122.30	119.50	119.80	+ 2.80	123.50	118.10	1,524
Dec	122.80	122.80	119.50	119.80	+ 2.80	127.00	121.80	1,234

Est vol na; vol Wed 215; open int 11,052, -133.

Barley-Western (WPG)-20 metric tons; Can. \$ per ton

Mar	130.00	130.00	128.10	128.10	+ 0.00	136.40	117.80	0
May	129.80	129.80	128.10	128.10	+ 1.50	137.50	120.30	7,242
July	130.50	130.60	129.20	129.20	+ 1.50	137.90	123.90	5,160
Oct	131.50	131.50	131.10	131.10	+ 0.60	137.90	129.00	6,035
Dec	133.50	133.50	133.50	133.50	+ 0.20	138.00	131.40	1,023

Est vol na; vol Wed 586; open int 19,460, +76.

LIVESTOCK AND MEAT

Cattle-Feeder (CME) 50,000 lbs.; cents per lb.

Mar	85.75	85.80	85.40	85.45	+ 40	91.30	84.80	2,994
Apr	86.35	86.52	85.90	85.95	- 52	90.80	85.00	4,588
May	86.40	86.65	86.05	86.07	- 57	89.90	85.05	5,186
Aug	87.75	87.85	87.50	87.55	- 25	89.90	86.00	4,352
Sept	87.35	87.50	87.15	87.35	- 10	88.47	86.05	480
Oct	87.25	87.50	87.17	87.35	- 10	88.47	86.05	541
Nov	87.90	87.90	87.55	87.55	- 20	89.87	86.40	722

Est vol 1,956; vol Wed 3,532; open int 19,186, -405.

Cattle-Live (CME) 40,000 lbs.; cents per lb.

Apr	78.57	78.57	77.97	77.97	- 72	81.82	72.17	55,037
June	72.80	73.07	72.40	72.52	- 40	75.75	69.72	30,131
Aug	72.25	72.35	71.95	72.05	- 32	75.00	69.97	23,313
Oct	74.50	74.60	74.15	74.17	- 37	76.50	72.00	15,508
Dec	75.52	75.55	75.20	75.22	- 35	77.20	73.30	6,268

Est vol 21,158; vol Wed 26,579; open int 131,996, -4,182.

Hogs-Lean (CME) 40,000 lbs.; cents per lb.

Apr	65.05	66.15	64.70	65.67	+ 85	66.15	48.65	22,330
June	70.90	71.45	70.35	70.92	+ 27	71.45	55.20	14,556
July	67.00	67.50	66.45	67.22	+ 07	67.50	54.77	3,892
Aug	63.30	63.87	62.65	63.00	- 10	63.87	53.20	3,896
Oct	54.90	55.50	54.90	55.22	+ 17	55.50	46.40	3,407
Dec	52.00	53.05	52.00	52.55	+ 37	53.05	44.80	2,142

Est vol 13,808; vol Wed 9,757; open int 50,573, +436.

Pork Bellies (CME) 40,000 lbs.; cents per lb.

Mar	84.70	87.25	84.70	87.25	+ 3.00	87.25	58.00	281
May	86.00	88.52	86.55	88.50	+ 2.97	88.52	60.20	2,222
July	86.40	88.85	86.05	88.85	+ 3.00	88.85	60.10	304

Est vol 1,285; vol Wed 777; open int 2,915, -72.

FOOD AND FIBER

Cocoa (NYBOT)-10 metric tons; \$ per ton.

Mar	1,038	1,040	1,000	998	- 38	1,362	707	22
May	1,021	1,033	1,004	1,015	- 25	1,222	727	30,318
July	1,030	1,036	1,018	1,028	- 24	1,245	753	21,574
Sept	1,043	1,047	1,032	1,040	- 24	1,246	776	12,674
Dec	1,053	1,059	1,048	1,056	- 23	1,237	865	14,910
Mr02	1,068	1,070	1,063	1,074	- 22	1,257	835	8,495
May	1,088	1,088	1,088	1,088	- 22	1,267	850	6,287
July	1,108	1,108	1,108	1,108	- 22	1,242	875	5,515
Sept	1,115	1,115	1,115	1,115	- 22	1,186	907	7,553
Dec	1,135	1,135	1,135	1,135	- 22	1,264	936	7,804

Est vol 9,125; vol Wed 5,515; open int 114,912, -696.

Coffee (NYBOT)-37,500 lbs.; cents per lb.

Mar	60.10	60.30	59.50	59.10	- 1.90	153.85	59.25	98
May	61.25	62.25	60.90	61.00	- 2.00	127.00	60.90	30,868
July	64.75	65.20	63.90	63.95	- 1.85	127.00	63.90	12,405
Sept	67.50	67.75	66.65	66.60	- 1.80	127.00	66.65	6,757
Dec	70.75	71.20	69.90	70.00	- 1.60	127.00	69.90	4,480
Mr02	74.25	74.90	74.05	73.50	- 1.50	107.00	74.05	2,576
May	77.00	77.00	77.00	76.35	- 1.35	87.00	77.00	188
July	79.25	79.25	79.25	79.20	- 1.30	84.00	79.25	132

يوضح الجدول السابق كيفية الإعلان عن أسعار العقود المستقبلية في صحيفة وول ستريت، في قمة الجدول نجد الأصل محل التعاقد وأول عقد هو الذرة حيث يشير العمود الأول إلى شهور التسليم، أما العمود الثاني فيوضح سعر الافتتاح للعقد في ذلك اليوم **Open price**، وفي العمودين الثالث والرابع أعلى **high** وأدنى **low** سعر جرى فيه التعامل على العقد في ذلك اليوم، وفي العمود الخامس سعر التسوية أي السعر الذي على أساسه تتم تسوية العقود المستقبلية في ذلك اليوم وعادة ما يكون سعر التسوية هو متوسط أعلى وأدنى سعر في اللحظات الأخيرة، يأتي بعد ذلك العمود السادس الذي يكشف عن التغير في سعر التسوية لليوم مقارنة باليوم السابق، وفي العمودين السابع والثامن أعلى وأدنى سعر جرى عليه التعامل على ذلك العقد منذ تاريخ دخوله السوق.

6.4.6. الفروق الجوهرية بين العقود المستقبلية وغيرها من العقود

أ. الفرق بين عقود الخيار والعقود المستقبلية :

تتفق العقود المستقبلية مع عقود الخيار في أن كلاهما يعتبر نوعاً من المشتقات المالية توفر درجة عالية من مزايا الرفع المالي التي تتيح له استخدامها بشكل أوسع في أغراض المضاربة والتحوط ، ولكن مع ذلك توجد بينهما بعض أوجه الاختلاف، وذلك سواء من حيث طبيعة الالتزامات التي تنشأ عن كل منهما أو من زاوية المخاطر المحيطة بالتعامل فيهما، ويمكن حصر أوجه الاختلاف الرئيسية بينهما فيما يلي :

- 1- العقد المستقبلي عقد حقيقي ملزم لكل من طرفيه بتنفيذ ما تم الاتفاق عليه عند حلول تاريخ التسوية المنصوص عليها في العقد بينما يترك عقد الخيار لمشتري الخيار الحق في تنفيذ العقد من عدمه .

2- يترتب على العقد المستقبلي صفقة شراء أو بيع فعلية (لكنها مؤجلة) تتم بين طرفيه، وتنصب هذه الصفقة على أصول أو سلع حقيقية تحدد في شروط العقد، أما عقد الخيار فلا يترتب عليه في الغالب عملية بيع أو شراء فعلية وإنما ينصب العقد على شراء (حق شراء أو حق بيع) أصل بشروط معينة .

3- يدفع كل من طرفي العقد المستقبلي للوسيط (بيت التسوية) هامشاً معيناً بنسبة معينة من القيمة الإجمالية للعقد وذلك لتأمين الوفاء بالالتزامات كل منهما للآخر . ولكن هذا التأمين هو بمثابة دفعة مقدمة تسترد عند إنجاز التسوية لدى انتهاء أجل العقد . أما في عقد الخيار فمشتري الخيار هو وحده فقط من يدفع العلاوة أو المكافأة وتعتبر هذه العلاوة بمثابة ثمن عقد الخيار لذا لا يتم استردادها . لكن كما هي الحال بالنسبة للعقد المستقبلي يدفع محرر الخيار في كثير من الأحيان هامشاً يسلم للوسيط كضمانة للوفاء بالتزاماته تجاه مشتري الخيار .

4- يتعرض المستثمر خصوصاً المضارب في العقود المستقبلية لدرجة عالية جداً من المخاطر تتجاوز تلك التي يتعرض لها المستثمر في عقود الخيار . وذلك لأنه، في حين لا تتجاوز الخسارة التي يتحملها مشتري الخيار قيمة العلاوة أو المكافأة التي يدفعها لمحرر الخيار، فإن خسارة المستثمر في العقد المستقبلي يمكن ان تشمل القيمة الإجمالية للعقد .

ب. الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة :

العقود الآجلة هي عقود يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلعة محل التعاقد

في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد يسمى سعر التنفيذ EXERCISE PRICE .

وفي مثل هذه العقود قد يتفق على دفع قيمة العقد عند التعاقد أو يتم دفع جزء ويؤجل الباقي حتى تاريخ التسليم، كما يتم الاتفاق على النوعية (تاريخ الاستحقاق ومعدل الفائدة في حالة القروض والجودة أو الرتبة في حالة السلع)، وعلى الكمية وطريقة ومكان التسليم وكيفية تسوية العقد، وهكذا يبدو في العقود الآجلة الطابع الشخصي حيث يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية ومن ثم :

لا يتوقع أن تكون للعقود الآجلة سوق ثانوية، وهذا يعني أنه بمجرد إبرام العقد قد لا يستطيع أي من الطرفين إلغاءه وما ينطوي عليه ذلك من مخاطر تتمثل في : عدم القدرة على التسليم وحدوث تغير جوهري في سعر السلعة في المستقبل . وعلى هذا النحو فإن المضاربين لا يجدون مكاناً لهم في هذه العقود إذ لا غرض لهم في السلعة محل التعاقد بل همهم هو اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة ليقوموا بالبيع أو الشراء وتحقيق أرباح طائلة .

أما في العقود المستقبلية فالعلاقة بين الطرفين غير مباشرة إذ تتم من خلال بيت التسوية CLEARING HOUSE الذي يضمن التزامات الطرفين . هذا فضلاً عن أنها عقود نمطية فجميع شروطها عدا السعر والكمية ليست محلاً للتفاوض ومن ثم فليست عقوداً شخصية وهذا يتيح وجود سوق ثانوية لها ويجد المضاربون فيها فرصاً لتحقيق الأرباح .

5.6. عقود المبادلة: Swaps

1.5.6. تعريف عقود المبادلة :

عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية. لنفرض أن الطرف (أ) يوافق على دفع معدل فائدة ثابت على

مبلغ معين (فرضاً مليون دولار) كل سنة لمدة 5 سنوات لطرف آخر (ب) والذي سوف يدفع معدل فائدة عائم (أي سوقي ويعتمد على تفاعل قوى العرض والطلب)، على نفس المبلغ المحدد كل سنة لمدة 5 سنوات . والأطراف التي توافق على الدخول بالمبادلة تسمى counterparties. وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية .

وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المفاضلة عدة عناصر رئيسية هي:

1. طرفي العقد
 2. الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المفاضلة
 3. قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المفاضلة
 4. العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات
 5. السعر الآجل لمفاضلة العملة المتفق عليه
 6. مدة سريان العقد.
- إن عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على خلاف ما هو معروف عن عقود الخيار، ولا تتم تسوية الأرباح والخسائر بشكل يومي كما في العقود المستقبلية، و لا تتم أيضاً تسوية هذا العقد لمرة واحدة فقط كما هي الحال في العقود الآجلة.

2.5.6. أنواع عقود المبادلة :

تسري عقود المفاضلة على عدة أدوات ومن أهمها:

1. عقود مبادلة أسعار الفائدة INTEREST RATE Swaps
2. عقود مبادلة العملات Currency Swaps

3. عقود مبادلة البضائع Commodity SWAPS

و النوعان الأول والثاني هما الأكثر شيوعاً في عالم المال. لذلك سنتحدث عنها بالتفصيل

1- عقود مبادلة أسعار الفائدة Interest Rate Swaps

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال وذلك بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقرضين ومستثمرين حول تقلب أسعار الفائدة السوقية والمخاطر الناجمة عن ذلك من جهة ثانية. وعقد مبادلة أسعار الفائدة هو عبارة عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد بموجب فترات منتظمة ومن أشهر هذه العقود:

عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة Fixed For Floating Interest Rate Swaps:

يُسمى Plain vanilla (الفانيليا السادة)، وفيه يوافق أحد الأطراف الداخلة في المبادلة على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة (المتغيرة) وهذا الطرف يطلق عليه PAYFIXED، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل في عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة مقابل دفع سلسلة من معدلات الفائدة العائمة ويطلق على هذا الطرف RECEIVEDFIXED

ويتحدد هذا المعدل في كثير من الأحيان وفقاً لمعدل الفائدة للتعاملات بين المصارف في لندن LIBOR (London Inter-Bank Offering Rate). ويُعبر LIBOR عن سعر الفائدة بين البنوك حيث تستعمله البنوك العالمية الكبيرة لإقراض البنوك الأخرى. وتظهر أسعار LIBOR يومياً في عمود Money Rates في وول ستريت

جورنال، وأسعار الفائدة العائمة في أسواق عقود المبادلات غالباً ما تتحدد على أساس سعر مساوي لسعر LIBOR والذي يُطلق عليه أحياناً LIBOR FLAT. وغالباً ما يُضاف إلى هذا المعدل نسبة معينة، مثلاً ليبر + 30 نقطة أساس.

وتغطي اتفاقية المبادلة فترة معينة وهي التي تحدد لسداد الفوائد والتي تمثل فحوى عقد المبادلة. ويتحدد مقدار المدفوعات الدورية على أساس مبلغ وهمي أو اعتباري Notional Principal وهذا الأصل الوهمي يمثل كمية نظرية أو اسمية تستخدم كمقياس لتحديد مقدار التدفقات النقدية التي تُسدد وفقاً لاتفاقية المبادلة.

تتم التسوية لعقود المبادلة على أساس دوري متفق عليه (كل ثلاثة أشهر، كل ستة أشهر،...) وهي كما أشرنا سابقاً لا تتم بصفة يومية لذلك تسمى الأرباح والخسائر المتولدة عن عقد المبادلة بالأرباح والخسائر الورقية Paper Profits Or Losses. وباعتبار أن أسعار LIBOR تكون غير معروفة في المستقبل لذلك فإن مدفوعات الفائدة المتغيرة في الزمن T سوف تعتمد على سعر LIBOR في الزمن T-1.

لذلك يجب تحديد سعر LIBOR في بداية اتفاقية المبادلة لأنه سيكون السعر المطبق على الفترة الأولى من مدفوعات الفائدة، وبالنسبة لمدفوعات الفائدة المتغيرة في الفترة الثانية أي T=2، فإنها تتحدد على أساس سعر LIBOR في الفترة T=1 والذي لا يكون معروفاً عند إبرام العقد.

ولتوضيح أهمية هذا النوع من العقود سوف نعطي المثال التالي:
بفرض أنه لدينا مصرفان A و B:

المصرف A لديه شهادات إيداع بقيمة \$100000000 مدتها 5 سنوات وفائدتها 8%، ومعظم استثمارات هذا المصرف من النوع القصير الأجل. ففي حال انخفاض سعر الفائدة فإن إيراداته سوف تنخفض. مما يدفعه إلى توظيف الـ \$100000000 في استثمار (قرض) يدر له عائد يفوق الـ 8%.

المصرف B تبلغ استثماراته \$100000000 في استثمارات طويلة الأجل، تدر له عائداً وقدره 12%. ومعظم الودائع لديه من النوع القصير الأجل. وفي حال ارتفاع أسعار الفوائد على الودائع سوف تنخفض الأرباح التي يحققها من استثماراته. لذلك فإن هذا المصرف لديه الاستعداد لعقد اتفاق مع طرف آخر يتيح له الحصول على معدلات الفائدة السائدة في السوق على مبلغ الـ \$100000000.

وما سبق يمكن أن يؤدي إلى إبرام اتفاق بين كلا المصرفين للدخول في عقد مبادلة، المصرف A يود مبادلة معدل الفائدة المتغير على استثماراته قصيرة الأجل بمعدل فائدة ثابت بحيث لا يقل عن 8% وليكن 9%. بينما يرغب المصرف B في مبادلة معدل الفائدة الثابت بمعدل فائدة متغير يفوق معدل العائد الذي يدفعه على ودائعه وليكن LIBOR.

2- عقود مبادلة العملات (مبادلة أسعار الصرف):

في عقود مبادلة العملة فإنه يوجد طرف يمتلك عملة معينة ويرغب في حيازة عملة مختلفة، وتنشأ المبادلة عندما يقوم أحد أطراف المعاملة بتقديم أصل معين بعملة معينة لطرفه الآخر الداخل في المعاملة، وذلك بغرض تبادل كمية مساوية من عملة أخرى، وكل طرف سوف يدفع فائدة على العملة التي يتسلمها في المبادلة، وهذه الفوائد المدفوعة ممكن أن تكون بأسعار ثابتة أو بأسعار متغيرة (عائمة)

وسندرس حالة مبادلة العملة القائمة على سعر فائدة ثابت مقابل سعر فائدة متغير أو عائم والتي تسمى (الفانيليا السادة في مبادلة العملات) وفي هذا النوع من المبادلات فإن أطراف العقد تتبادل أصل المبلغ في بداية المبادلة ولكن أحد الطرفين سوف يدفع سعراً ثابتاً كفائدة على العملة الأجنبية التي يتسلمها ، بينما يدفع الطرف الآخر سعر فائدة متغير (معوم) على العملة التي يتسلمها .
مثال:

تم تنظيم عقد مبادلة بين شركة أميركية وشركة يابانية وبفرض أن الدولار الواحد يعادل 120 ينأ يابانياً وذلك عند بداية المبادلة . وبفرض أن المبلغ الأصلي المستخدم سوف يكون 10 مليون دولار ، 1200 مليون ين ياباني
مدة المبادلة 4 سنوات ومبنية على أساس مدفوعات سنوية
سعر الفائدة الثابت لمدة 4 سنوات هو 7%
وتعد الشركة الأمريكية بسداد هذا السعر الثابت ، ومن جانبها فإن الشركة اليابانية تعد بسداد سعر فائدة المتغير كل سنة والذي يبلغ حالياً 5%.

الحل:

يوضح الجدول التالي التدفقات النقدية في مبادلة العملة من نوع الفانيليا السادة لكل طرف من أطراف المبادلة كما يلي:

السنة	Libor(t)	التزامات بالدولار (الشركة اليابانية تدفع للشركة الأمريكية)	التزامات بالين (الشركة الأمريكية تدفع للشركة اليابانية)
0	5%	¥1,200,000,000	\$ 10,000,000
1	Libor(1)=?	Libor(0)* 50000 = \$10,000,000	84,000,000
2	Libor(2)=?	\$ 10,000,000 = Libor(1)*	84,000,000
3	Libor(3)=?	\$ 10,000,000 = Libor(2)*	84,000,000
4	Libor(4)=?	(10,000,000 Libor(3)*) +\$10,000,000	+84,000,000 ¥1,200,000,000

3.5.6. المبادلات والميزة النسبية:

تتعلق إحدى التفسيرات الشائعة المطروحة بخصوص شعبية المبادلات بالميزة النسبية، ولنأخذ مثلاً حالة استخدام مبادلات الفائدة في تحويل التزام ما. ويُقال إن بعض الشركات لديها ميزة نسبية عند الاقتراض في أسواق الأسعار الثابتة، في حين أن بعضها الآخر لديه ميزة نسبية في أسواق الأسعار العائمة، وعند الحصول على قرض جديد يكون من المنطقي أن تذهب الشركة إلى السوق التي توجد لها فيها ميزة نسبية، وقد يؤدي هذا بالشركة إلى الاقتراض بأسعار فائدة ثابتة في الوقت الذي ترغب فيه في أسعار معومة أو الاقتراض بأسعار معومة، وهي تريد أسعاراً ثابتة، وتستخدم

المبادلة في تحويل قرض بسعر فائدة ثابت إلى قرض بسعر فائدة معوم والعكس. مثال: بفرض أن شركتين أ و ب ترغبان في اقتراض 10 م \$ لمدة 5 سنوات، وقد عرضت عليهما الأسعار التالية :

البيان الثابت المعوم

الشركة أ 10% 6 أشهر LIBOR+0.3%

الشركة ب 11.2% 6 أشهر LIBOR+1%

وإذا افترضنا أن الشركة ب ترغب في الاقتراض بسعر فائدة ثابت على حين ترغب الشركة أ في اقتراض الأموال بسعر فائدة معوم على أساس ليور 6 أشهر. من الواضح أن الشركة ب هي ذات تصنيف ائتماني أقل من الشركة أ في الأسواق الثابتة والمعومة.

ومن الملامح الرئيسة للأسعار المقدمة للشركتين أن الفرق بين السعرين الثابتين أكبر من الفرق بين السعرين المعومين. حيث تدفع الشركة ب 1.2% أكثر من الشركة أ في أسواق الأسعار الثابتة و 0.7% فقط أكثر من الشركة أ في أسواق الأسعار المعومة، ويبدو من ذلك أن الشركة ب تتمتع بميزة نسبية في أسواق أسعار الفائدة العائمة على حين يبدو أن الشركة أ لها ميزة نسبية في أسواق الأسعار الثابتة. وهذا التباين الظاهر هو الذي يؤدي إلى إمكانية التفاوض على المبادلة. فالشركة أ تقترض أموالاً بسعر فائدة ثابتة قدره 10% سنوياً والشركة ب تقترض أموالاً بسعر فائدة عائم هو LIBOR+1% سنوياً. لذلك تدخل الشركتان في اتفاقية مبادلة لضمان أن ينتهي الأمر بالشركة أ إلى أن تكون أموالها المقترضة ذات سعر عائم والشركة ب بأموال ذات سعر ثابت.

والآن وعلى فرض أن الشركتين أ وب تتصلان مع بعضهما البعض مباشرة ويتم التفاوض على الشكل التالي:

- توافق الشركة أ على أن تدفع للشركة ب فائدة مقدراها سعر LIBOR6 أشهر على \$10 مليون.

- توافق الشركة ب على أن تدفع للشركة أ فائدة بسعر ثابت قدره 9.95% سنوياً على نفس المبلغ.

ويوجد بذلك لدى الشركة أ ثلاث مجموعات من تدفقات الفائدة النقدية:

1. تدفع 10% سنوياً للمقرضين الخارجيين.

2. تحصل على 9.95% سنوياً من الشركة ب.

3. تدفع LIBOR للشركة ب.

إن التأثير الصافي لهذه التدفقات النقدية الثلاثة هو أن الشركة أ سوف تدفع

ليور + 0.05% سنوياً. وهذا يقل 0.25% سنوياً عما كانت ستدفعه إذا توجهت مباشرة إلى الأسعار المعومة.

كذلك يوجد لدى الشركة ب ثلاثة مجموعات من تدفقات الفائدة النقدية:

1. تدفع 1%+LIBOR سنوياً للمقرضين الخارجيين.

2. تحصل على LIBOR من الشركة أ.

3. تدفع 9.95% سنوياً إلى الشركة أ.

ويكون التأثير الصافي لمجموع التدفقات النقدية الثلاثة هو أن الشركة ب تدفع

10.95% سنوياً، ويقل هذا بمقدار 0.25% سنوياً عما كانت ستدفعه لو أنها اتجهت مباشرة إلى أسواق الأسعار الثابتة.

ويبدو أن عقد المبادلة يُحسن من مركز كل من الشريكتين أ و ب بمقدار 0.25% سنوياً، ولذلك فالربح الإجمالي يكون 0.5% سنوياً.

4.5.6. عقود المبادلة (حالة عملية): تسهيلات مقايضة العملات الأجنبية (SWAP) للمصارف العاملة في سورية

أصدر مجلس النقد والتسليف القرار رقم 758/ م ن/ ب 4 بتاريخ 2011/7/27 مستنداً إلى أحكام قانون مصرف سورية المركزي ونظام النقد الأساسي رقم ٢٣ لعام ٢٠٠٢ وتعديلاته بالمرسوم التشريعي رقم 21 لعام 2011، وتضمن القرار أن يقدم مصرف سورية المركزي تسهيلات مقايضة العملات الـ SWAP (تسليم الليرة السورية مقابل استلام الدولار الأمريكي أو اليورو) للمصارف العاملة المسموح لها التعامل بالقطع الأجنبي بغرض تلبية احتياجات هذه المصارف من السيولة بالليرة السورية وفق إجراءات تعاقدية لأجل، ووفق نقاط وآجال تتراوح بين أسبوع واحد وستة أشهر. وقد أصدر المركزي بتاريخ 2011/12/4 النشرة الأولى لنقاط المقايضة، حيث يقوم المركزي بمعالجة طلبات المصارف الراغبة الاستفادة من تسهيلات مقايضة العملات وفق أحكام هذا القرار خلال مدة ٣ أيام عمل كحد أقصى اعتباراً من تاريخ استلام طلب المصرف.

نشرة نقاط المقايضة نقاط مئوية (النشرة رقم 1)

أجل المقايضة	ليرة / دولار	يورو / دولار
أسبوع	5.36	6.18
أسبوعان	12.12	13.88
شهر	25.32	28.24
ثلاثة أشهر	79.35	88.85
ستة أشهر	157.79	175.83
تضاف إلى سعر الصرف في الطرف الآجل		
سعر صرف العملات الأجنبية مقابل الليرة	54.0	72.43

وجاء في المادة 5 من القرار أن يتم تقديم تسهيلات تأمين السيولة بالنسبة للمصارف الإسلامية وفق أحكام المواد والتعليمات التنفيذية الصادرة بموجب القرار وبما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية، وبموجب اتفاقية لتبادل القروض الحسنة (بدون فوائد) تعتمد من قبل الهيئة الاستشارية الشرعية التابعة لمجلس النقد والتسليف.

كما جاء في التعليمات التنفيذية أن تقديم تسهيلات مقايضة العملات مشروطة بأن يكون الهدف من إبرام عقد مقايضة العملات هو مساعدة المصرف على تأمين السيولة اللازمة بالليرات السورية، أو القطع الأجنبي لتلبية احتياجاته وتسديد التزاماته، وألا تكون حاجة المصرف للسيولة ناتجة عن عدم التزامه بإدارة السيولة وفق أحكام قرارات مجلس النقد والتسليف ذات الصلة، وأن يكون المصرف صاحب الطلب ملتزماً بتاريخ تقديم طلب التسهيل بنسبة كفاية رأس المال وفق أحكام قرار مجلس النقد والتسليف رقم ٢٥٣/م.ن/ب٤ وتعديلاته، وتحدد مفوضية الحكومة لدى المصارف

سقف تسهيلات مقايضة العملات المسموح به لكل مصرف بالليرات السورية وبالعملة الأجنبية ويعتبر هذا السقف ساريًا لمدة ثلاثة أشهر من تاريخ اعتماده يحدد بشكل دوري.

أسئلة و تمارين:

- 1- ما هي أهم الفروق بين عقود الخيارات و عقود المستقبلات؟
- 2- كيف يستخدم المضاربون خيارات الشراء؟ و متى يكون تأثيرها فيهم سلبيا؟
- 3- كيف يستخدم المضاربون خيارات البيع؟ و متى يكون تأثيرها فيهم سلبيا؟
- 4- ماهي العوامل المؤثرة في قيمة علاوة كل من خياري البيع و الشراء؟
- 5- اشرح خيار البيع على عقد مستقبلات لأسعار الفائدة و ما الفرق بينه و بين بيع عقد مستقبلي على أسعار الفائدة؟
- 6- كيف تتغير قيمة عقد مستقبلي على ورقة مالية مع تغير سعر تلك الورقة المالية ولماذا؟
- 7- كيف يستطيع مشتري عقود مستقبلات إغلاق مركزه؟ و كيف تتحدد أرباحه و خسائره؟ و ماهي أقصى خسارة يمكن أن يتكبدها مشتري عقد مستقبلي؟
- 8- كيف يستطيع بائع عقود مستقبلات إغلاق مركزه؟ و كيف تتحدد أرباحه و خسائره؟
- 9- كيف تستطيع مؤسسة تمويل عقاري الممولة بقروض قصيرة الأجل الاستفادة من عقود المستقبلات على أذونات الخزينة لحماية محفظتها من القروض العقارية ذات سعر الفائدة الثابت ؟ اشرح كيفية تأثير سداد تلك القروض المبكر على فعالية ذلك التحوط؟

10- اشرح ما تعرفه عن عقود المستقبلية على مؤشر السوق؟ كيف يمكن أن تستخدم المؤسسة المالية تلك العقود إذا توقعت ارتفاع السوق و لم تكن تملك ما يكفي من الأموال لشراء أسهم؟ كيف تستطيع تلك العقود أن تعكس توقعات المستثمرين لأداء السوق أسرع مما يمكن أن تعكسه أسعار الأسهم؟

11- ما الذي يجعل صندوق تقاعد يفكر في بيع عقود مستقبلية على مؤشر السوق؟

12- لنفترض أن مؤسسة مالية لديها قروض عقارية كثيرة (طويلة الأجل) على زبائن بسعر فائدة ثابت بينما الجزء الأكبر من ودائعها قصير الأجل. كيف تستطيع هذه المؤسسة التحوط من تغير أسعار الفائدة باستخدام عقود المستقبلية؟ أيهما تفضل استخدام عقود مستقبلية أو عقود خيارات على مستقبلية إذا كانت المؤسسة المذكورة تخشى من انخفاض أسعار الفائدة مما قد يدفع الكثير من المقترضين إلى المسارعة إلى تسديد قروضهم للمؤسسة؟

13- إذا كان سعر التنفيذ على خيار شراء سهم IBM هو \$38 بينما يتم تداول هذا السهم اليوم بسعر \$40. و قيمة العلاوة على هذا الخيار \$5. فإذا فرضنا أن الخيار أوروبي وأن سعر السهم في السوق في تاريخ التنفيذ \$48، فما هو ربح أو خسارة مشتري الخيار؟ ماذا لو انخفض سعر السهم في السوق في تاريخ التنفيذ إلى \$37؟ ماهي القيمة الزمنية و القيمة الذاتية لذلك الخيار؟

14- إذا كان سعر التنفيذ على خيار بيع سهم GM هو \$55 بينما يتم تداول هذا السهم اليوم بسعر \$54. و قيمة العلاوة على هذا الخيار \$3. فإذا فرضنا أن الخيار أوروبي وأن سعر السهم في السوق في تاريخ التنفيذ \$62، فما هو ربح أو

خسارة مشتري الخيار؟ ماذا لو انخفض سعر السهم في السوق في تاريخ التنفيذ

إلى \$50؟ ماهي القيمة الزمنية و القيمة الذاتية لذلك الخيار؟

15- إذا كان سعر التنفيذ على خيار بيع سهم Intel هو \$23 بينما يتم تداول

هذا السهم اليوم بسعر \$24. و قيمة العلاوة على هذا الخيار \$3. فإذا فرضنا أن

الخيار أوروبي وأن سعر السهم في السوق في تاريخ التنفيذ \$26، فما هو ربح أو

خسارة بائع الخيار؟ ماذا لو انخفض سعر السهم في السوق في تاريخ التنفيذ إلى

\$20؟ ماهي القيمة الزمنية و القيمة الذاتية لذلك الخيار؟

16- اشترت شركة تأمين أسهم شركة أ بسعر \$50 للسهم وأرادت الاحتفاظ به

لمدة 6 أشهر فقط لتبيعه بعدها. رغبت في التحوط من انخفاض سعر السهم بأن

تبيع خيار شراء على ذلك السهم بسعر تنفيذ \$53 و بتاريخ استحقاق 6 أشهر

و دفعت مقابل ذلك علاوة قدرها \$2؟ فما هو ربح أو خسارة شركة التأمين

إذا ارتفع سعر السهم إلى \$60؟ ما هو ربح أو خسارة شركة التأمين فيما لو

انخفض سعر السهم إلى \$47؟



الفصل السابع: السوق المالي الإسلامي





1.7. مقدمة

شهد العقد الماضي نمواً كبيراً للقطاع المالي الإسلامي، حيث ازداد الوعي والطلب على الاستثمار الموافق للشريعة الإسلامية، مما ساهم وبشكل كبير في تطوير هذا القطاع ليشمل الأسواق المالية الإسلامية بعد أن كان مقتصرًا على كونه صناعة مصرفية، ونتيجة لهذا الطلب المتزايد أضحت الأسواق المالية الإسلامية أسرع القطاعات المالية نمواً من حيث حجم الأعمال و التجدد والابتكار في الأدوات والعمليات على حدٍ سواء.

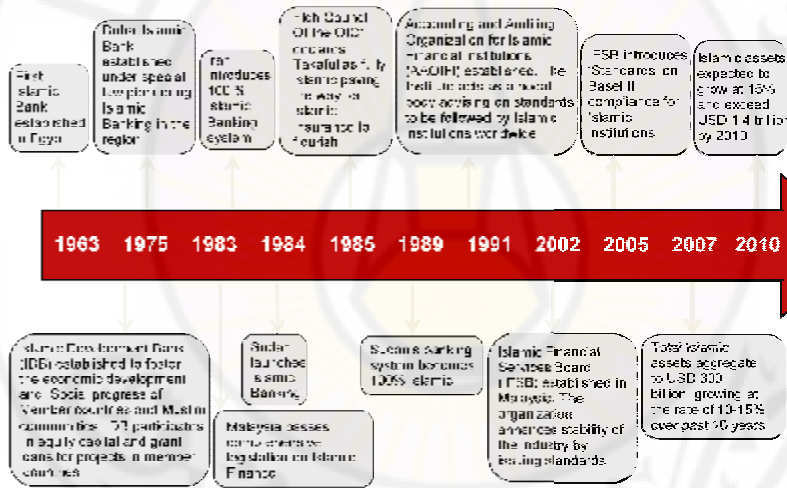
2.7. تعريف السوق المالي الإسلامي

السوق المالية الإسلامية هو السوق المالية التي تخضع لضوابط وقواعد الشريعة الإسلامية. ويتبع نفس تقسيم السوق المالية التقليدية من سوق نقد وسوق رأس المال وسوق عملات أجنبية و سوق مشتقات مالية إلا أنه يختلف عنها في عملياتها وأدائها.

3.7. أهمية السوق المالي الإسلامي

تعتبر السوق المالية الإسلامية فرصة مهمة لكل مستثمر يرغب بزيادة عائدته وتخفيض مخاطره مع الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية، وذلك من خلال تنويع محفظته المالية واختيار الأدوات المالية الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية، كما تمثل السوق المالية الإسلامية محطة مهمة لإعادة تنقية وضخ الأموال لتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي. إن سوق المال الإسلامي بما يتضمنه من أدوات إسلامية متقدمة مثل عقود الخيارات والمستقبليات والعقود الآجلة بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية، تساهم في تطوير نوعية العمل المصرفي الإسلامي، مما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية.

ان قيام السوق المالية الإسلامية كان نتيجة تطور المؤسسات المالية الإسلامية و الذي بدأ مع تأسيس بنك الادخار في ميت غمر بجمهورية مصر العربية عام 1962 الذي كان يقدم التمويل بدون فائدة رغم أنه لم يقصد به أن يكون مصرفا اسلاميا. فيما يرجع آخرون ظهور المؤسسات المالية الإسلامية إلى تأسيس بنك دبي الإسلامي عام 1975. وقد بلغت الأصول الإسلامية (المدارة وفق قواعد الشريعة الاسلامية) عام 2010 تريليون ونصف دولار تقريبا بينما يتوقع أن يبلغ معدل نمو تلك الأصول 15% سنويا.



كما أن السوق المالية الإسلامية دعم تطور المؤسسات المالية الإسلامية حيث وفرت بيئة مثالية لاستثمار فوائض البنوك الإسلامية وشركات التأمين التكافلي، من خلال تقديمها أدوات استثمارية متنوعة ذات تنافسية عالية تضاهي مثيلاتها في السوق

المالية التقليدية، مما جعلها مقصداً للمستثمرين المسلمين وغير المسلمين (أفراداً وشركات).

4.7. مبادئ التعامل في السوق المالي الإسلامي وأخلاقياته

استقى العلماء المسلمون المبادئ التي تحكم التعاملات في السوق المالية الإسلامية من القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة، وذلك بعد فحص دقيق وشامل لكل الجوانب الشرعية، لتصبح هذه المبادئ بمثابة التشريع والقانون الناظم لهذه التعاملات والضامن لحقوق وواجبات المتعاملين في السوق، و سنقوم بذكر أهم هذه المبادئ فيما يلي:

1. حرية التعاقد : يشترط الإسلام خلو العقد من الإكراه أو الإكراه لأحد الطرفين المتعاقدين للالتزام بالعقد .

2. الخلو من التعامل بالفائدة : يجب أن تخلو كل العقود والتعاملات من الفائدة بكافة أشكالها⁽¹⁾.

3. الخلو من الغرر: القواعد الشرعية الإسلامية تشترط خلو العقود من الغرر الفاحش (الجهالة) المتمثل في الحالات الثلاث التالية :

- العقود عليه غير موجود .
- العقود عليه ليس في ملكية البائع ولا يتوقع وجوده في المستقبل .
- عدم تحديد وقت التسليم والدفع .

4. الخلو من القمار والميسر (المضاربة الصرفة): القمار: وهو بالتعريف اتفاق يتضمن حيازة أحد الطرفين ملكية شيء ما يملكه الطرف الآخر، بالتزامن مع حدوث أمر غير مؤكد، وهذا يعني ضمناً ربح أحد الطرفين على حساب الآخر أي المضاربة

(1) نفرق بين نوعين للفائدة (الربا) : ربا النسيئة هو زيادة المال في مقابل الوقت أما ربا الفضل هو زيادة حسب النوعية

المبنية على المراهنة البحتة. الميسر⁽¹⁾، وهو الحصول على الثروة دون أن يكون هناك جهد أو تعويض في المقابل. أي أن الشريعة الإسلامية اشترطت أن يترافق الاستثمار بدراسة موضوعية للعوائد والمخاطر المحيطة بقرار الاستثمار بالاعتماد على المعلومات المتوفرة.

5. عدم وجود احتكار أو تلاعب بالأسعار : و ذلك بأن تتحدد الأسعار في السوق من خلال قوى العرض والطلب، وعدم التدخل في تحديد الأسعار، وخلو السوق من أية محاولات للاحتكار أو عمليات البيع الصوري .

6. التعامل بأسعار عادلة : أي عدم وجود غبن في التقدير لأن وجوده يعني الإخلال بأخلاقيات التعامل في السوق المالية الإسلامية.

7. المساواة والعدل بالحصول على معلومات دقيقة ووافية : إن إطلاق الشائعات والمعلومات غير المؤكدة والخاطئة يعتبر غشاً غير مقبول. فالشفافية عنصر مهم يجب توافره في السوق المالية الإسلامية، أي أن الصفقات التي تتم في السوق يجب أن تكون مبنية على معلومات متوفرة ومعلومة لكلا طرفي الصفقة، حيث إن توفر هذه المعلومات بالشكل الأمثل يمكن المستثمرين من تقدير التدفقات المستقبلية لأصولهم المالية بدقة أكبر، مما يعني فعالية السوق المالية سواء من حيث التسعير أو عدالة الحصول على المعلومات.

8. الخلو من الضرر : كمثال على الضرر نذكر تأثير صغار المساهمين سلباً بقرارات كبار المساهمين المسيطرين على الشركة بهدف التأثير في إدارة الشركة وزيادة السيطرة لصالحهم.

(1) الميسر في الأصل لعبة عربية قديمة تعتمد على الحظ

إن أخلاقيات التعامل في السوق المالية الإسلامية تشبه في معظم النواحي مثلتها في السوق المالية التقليدية مثل: تحديد الأسعار وتوفر المعلومات، وتختلف عنها من حيث اشتراط الخلو من الفائدة والقمار والميسر في السوق الإسلامية.

5.7. شروط التداول في السوق المالي الإسلامي

ويمكن تقسيم القواعد المتعلقة بتداول الأوراق المالية إلى ثلاث مجموعات :



أولاً : الشروط المرتبطة بطبيعة نشاط الشركة مصدرة الورقة المالية :

أقر مجمع الفقه الإسلامي عام 1992 القواعد المرتبطة بطبيعة نشاط الشركة المصدرة للورقة المالية كمايلي:

- 1- لا يجوز إصدار وتداول الأسهم التي يتكون منها رأسمال الشركات التي يكون الغرض الذي أنشأت من أجله الشركة لا يتفق مع الشريعة الإسلامية .
- 2- هناك اختلاف على جواز تداول أسهم الشركات التي يختلط فيها الحرام بالحلال، وتمثل هذه الشركات بالشركات التي يكون غرضها الرئيسي مشروعاً كالتجارة في المباحات أو زراعتها أو صناعتها إلا أنها تعاملت جزئياً في

الموجودات غير المتفقة مع الشريعة أو قامت بعمليات اقتراض من البنوك التقليدية أو إقراض لها. وكان أحد الحلول المطروحة هو القيام بما يدعى تنقية الأموال، حيث يتم فصل الإيرادات الناجمة عن تعاملات غير شرعية والتصرف بها في أوجه الخير.

مؤشر داوجونز الإسلامي :

كانت المحاولة الأولى لتحديد الأسهم المتفقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا عام 1983 من قبل البنك الإسلامي الماليزي، ثم بدأ العمل بمؤشر الأسهم الإسلامي في ماليزيا عام 1996، تلاه مؤشر داوجونز الإسلامي عام 1996 ومؤشر كوالالمبور عام 1999 ثم مؤشر الفاينانشال تايمز عام 2001.

تستخدم شركة داوجونز معايير محددة لاختيار الأسهم التي يتفق نشاطها مع الشريعة الإسلامية و هي لا تقيم النشاط الرئيسي للشركة من خلال النظر إلى المصدر الرئيسي لدخل الشركة فحسب، بل أيضا إلى معلومات تستقيها من البيانات المالية للشركة :

1- قررت الهيئة الشرعية لمؤشر داوجونز الأنشطة التالية على أنها غير متفقة مع الشريعة الإسلامية و بالتالي تستبعد من عينة المؤشر:
الشركات التي تتعامل بالكحول، مشتقات الخنزير، الخدمات المالية غير الإسلامية (بنوك، تأمين،..)، التسلية و الترفيه (فنادق، ملاهي ليلية، سينما، موسيقى، أفلام غير أخلاقية،...)، السجائر، صناعة و تجارة الأسلحة.

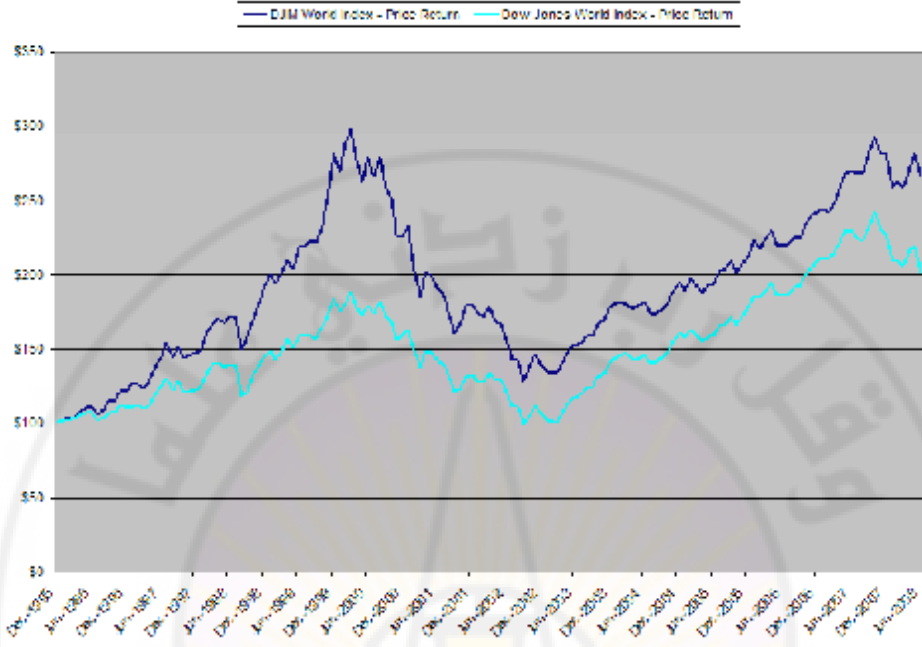
2- المعايير المرتبطة بالنسب المالية : بعد استبعاد الشركات التي يكون نشاطها الرئيسي مخالفاً للشريعة الإسلامية يتم أيضا استبعاد الشركات ذات المديونية المرتفعة أو الدخل المرتفع من الفوائد وفقاً للتالي:

- نسب المديونية : يتم استبعاد الشركات التي تبلغ أو تزيد فيها نسبة الدين إلى متوسط القيمة السوقية للشركة في آخر 24 شهرا عن 33%.
- نسب السيولة :

1. تستبعد الشركات التي تكون فيها نسبة النقد و الأوراق المالية التي تعطي فوائد إلى متوسط القيمة السوقية للشركة في آخر 24 شهرا مساوية أو تزيد عن 33%.

2. استبعاد الشركات التي تبلغ فيها أو تزيد نسبة الحسابات المدينة عن 33% من متوسط القيمة السوقية للشركة في آخر 24 شهراً.

مما يؤخذ على مؤشر داو جونز الإسلامي أنه يأخذ بالقيمة السوقية مما يؤدي إلى اختلاف عدد الشركات المدرجة ضمن المؤشر حسب فترات الانتعاش و الركود، ففي حال انتعاش السوق يدخل عدد أكبر من الشركات والعكس في حال ركوده. ويظهر الشكل التالي تطور أداء مؤشر داو جونز الإسلامي العالمي (DJIM World Index) بالمقارنة مع مؤشر داو جونز العالمي (Dow Jones World Index) خلال الفترة من كانون أول 1996 و حتى كانون ثاني 2008، و بالمقارنة مابين الخططين البيانيين يظهر أن أداء المؤشر الإسلامي العالمي أفضل من أداء المؤشر العالمي.



ثانياً : الشروط المرتبطة بنوع الأداة المالية :

1- الأسهم :

- يجوز تداول الأسهم العادية بيعاً وشراءً ، فمن حق صاحب السهم التصرف في ما يملك دون أن يترتب على ذلك ضرر بالآخرين.
- من غير الجائز تداول الأسهم الممتازة أو الأسهم التي تمتلك خصائص مالية تتضمن دفعات مضمونة من رأسمال الشركة أو رقم ثابت من الربح أو تملك أسبقية على الأسهم الأخرى في وقت التصفية أو توزيع الأرباح .
- لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها نقوداً فقط - سواء في فترة الاكتتاب أو بعد ذلك قبل أن تزاوّل الشركة نشاطها أو عند التصفية - إلا بالقيمة الاسمية وبشرط التقابض، لأن بيع السهم يعني بيع

جزء من الموجودات وهذا يقتضي ملاحظة قواعد الصرف من التماثل والتقابض في المجلس بين الجنس الواحد.

2- صناديق الاستثمار :

• تعريفها:

"صناديق تحقق رغبة صغار المستثمرين في توفير أدوات مالية إسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم استثماراً شرعياً وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية." يحصل المكتتبون في الصندوق على وثائق تثبت ملكيتهم لحصة في أصول الصندوق وحقوقهم في الحصول على قدر من الأرباح يتناسب وحصة ملكيتهم.

• إدارة صناديق الاستثمار :

يمكن إدارة صناديق الاستثمار على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة :

- حالة المضاربة : يحصل مدير الصندوق على نسبة متفق عليها مسبقاً من أرباح الصندوق، بمعنى أن مدير الصندوق سيحصل على أجر فقط في حالة تحقيق الصندوق أرباح، علماً أن هذا الأجر سيزيد كلما زادت أرباح الصندوق.

- حالة الوكالة : يحصل مدير الصندوق على أجر بشروط متفق عليها مسبقاً قد يكون هذا الأجر كمية محددة أو نسبة من صافي قيمة أصول الصندوق، أي أنه يحصل على أجر بغض النظر عن نتيجة أعمال الصندوق. على سبيل المثال : قد يتم الاتفاق على حصول الإدارة على 2% أو 3% من صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية كل سنة مالية.

- أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية : لصناديق الاستثمار أنواع عديدة سنذكر منها مايلي:

1- صناديق الأسهم :

في هذا النوع من الصناديق تستثمر الأموال في شراء أسهم الشركات، وتكون عوائد هذه الصناديق بشكل أرباح رأسمالية وتوزيعات أرباح الأسهم، توزع هذه العوائد على المستثمرين في الصندوق بالتناسب مع حصصهم فيه .

• مبادئ عمل صناديق الأسهم الإسلامية :

- أ - يتم اختيار أسهم الشركات التي تحقق المعايير السابقة الذكر.
- ب - أن يتقيد مدير الصندوق بشروط صحة البيع فلا يشتري أسهم شركة أصولها من الديون أو النقود.
- ت - عدم ممارسة عمليات غير جائزة مثل ما يسمى بالبيع القصير للأسهم (بيع السهم قبل امتلاكه) أو أن يشتري الخيارات المالية أو الأسهم الممتازة وما إلى ذلك.

2- صناديق الإجارة :

في هذا النوع من الصناديق تستثمر الأموال في شراء الأصول بغرض تأجيرها وتوزيع أرباحها بين المستثمرين (كعائد على استثمارهم في الصندوق).

- حتى تكون عمليات صناديق الإجارة صالحة لأن يضمها صندوق الاستثمار الإسلامي فإنه يتعين توفر الضوابط التالية :

- أ - يجب أن يكون الصندوق مالكا للأصول المؤجرة المولدة للدخل طوال مدة حصول ذلك الدخل.
- ب - يجب تحديد الإيجار لكل طرف قبل بداية العقد بحيث ينص العقد على الأجرة بطريقة نافذة للجهالة طوال مدة العقد.

ت - يجب أن تصاغ العقود بحيث تدل بوضوح على أن التأجير بيع لمنفعة الأصل المؤجر بحيث لو توقف الأصل عن توليد المنافع المعقود عليها فسخ العقد ولا يجوز تضمين المستأجر الأجرة على أية حال تكون عليها الأصول.

ث - يلتزم المؤجر بكل الالتزامات المترتبة على ملكية الأصول.

ج - يجب أن يتفق استخدام الأصول الإيجارية مع أحكام الشريعة الإسلامية وعلى ذلك لا يجوز استخدامها في أغراض تتنافى مع مبادئ الشريعة.

3- صناديق السلع :

في هذا النوع من الصناديق تستثمر الأموال في شراء سلع مختلفة بغرض إعادة بيعها والعوائد المتولدة عن البيع توزع على المستثمرين.

• حتى تتوافق صناديق السلع مع أحكام الشريعة الإسلامية فإن هناك عدة ضوابط يجب مراعاتها والتي تتمثل فيما يلي :

أ - أن تقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل.

ب - أن تكون السلعة مملوكة من قبل البائع وقت الصفقة لتجنب البيع القصير للأسهم.

ت - أن تكون عمليات الشراء والبيع حقيقية لا صورية ، بحيث يكون البيع على سلعة موجودة فعلاً ويتحقق للطرفين القبض الذي هو أساس صحة البيع.

ث - يجب تحديد سعر السلعة لكلا الجانبين فإذا لم يتحدد سعر السلعة أو ترك لأي حدث غير محدد لا يعتبر البيع جائزاً.

4- صناديق المراجعة :

المراجعة نوع من أنواع البيع تقوم من خلاله المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية بشراء السلع بناءً على طلب زبائنها ثم تبيعها لزبائنها بمثل الثمن الذي اشترت به مع زيادة ربح معلوم.

يجب أن تكون صناديق المراجعة ذات نهاية مغلقة، ولا يمكن تداول وحدات هذه الصناديق في السوق الثانوية لأن السلع تباع للزبائن فور شرائها من البائع الأصلي إلا أن ثمنها يكون على شكل دفعات مؤجلة تمثل ديناً على زبون المصرف الإسلامي ، لذلك فإن وحدات صندوق المراجعة لا تمثل أصولاً ملموسة وإنما ديوناً أو نقداً مما يجعلها غير قابلة للتداول في السوق الثانوية إلا بالقيمة الاسمية.

5- الصناديق المختلطة :

في هذا النوع من الصناديق تستثمر الأموال في أشكال مختلفة من الاستثمارات مثل الأسهم ، الإجارة ، والسلع إلخ . يمكن تداول وحدات هذه الصناديق في حال كانت نسبة الأصول الملموسة أكبر من 51% ونسبة الأصول السائلة والديون أقل من 50% .

3- الصكوك :

تمثل الصكوك حصة ملكية في أصل لمدة محددة من الزمن، بحيث ترتبط عوائدها ومخاطرها بالتدفقات النقدية المتولدة عن الأصل، حيث إن عملية التصكيك تشبه عملية التوزيع في السوق المالية التقليدية.

ولتوضيح مفهوم الصكوك بشكل أفضل نورد المقارنة التالية بين كل من الصكوك والأسهم والسندات:

الصك	السهم
يمثل حصة في أصول محددة في الشركة	يمثل حصة ملكية في كامل الشركة
يوجد له فترة استحقاق	لا يوجد له فترة استحقاق
عائد الصك محدد	عائد السهم غير معروف أو محدد مسبقاً

الصك	السند
كلاهما يضمن مستوى متوقع من العائد	
يمثل حصة من ملكية أصل أو مشروع محدد	يمثل ديناً على مصدر السند
يتمثل الخطر في مخاطر ملكية الأصل	يتمثل الخطر في المقدرة على السداد
تختلف العلاقة باختلاف نوع الصك	يعبر عن علاقة دائن ومدين
العوائد تعتمد على التدفقات النقدية المتولدة عن الأصل	العوائد تتمثل في معدل الفائدة

• أنواع الصكوك :

فيما يلي شرح موجز لكل نوع من أنواع الصكوك:

1. صكوك الإجارة :

يصدرها مالك الأصل المؤجر أو الموعود باستجاره بحيث تنتقل ملكية الأصل لحملة الصكوك .

2. صكوك السلم* :

يصدرها بائع منتجات السلم أو وكيل هو يحصل بذلك على رأسمال السلم فتصبح سلعة السلم مملوكة لحاملي الصكوك، ويكون بتقديم كامل قيمة السلعة المتفق عليها لاستلامها مستقبلا وفقا لوقت ومواصفات متفق عليها.

3. صكوك الاستصناع :

يصدرها الصانع أو المتعهد أو وكيل أي منهما كمنتج موصوف في الذمة ويحصل على قيمة الصكوك ثم يباشر بتصنيع المنتج بحسب المواصفات ويقوم بتسليمها خلال المدة المتفق عليها، ويمكن للمتعهد أن يتفق مع الصانع على صيغة تمويلية مختلفة مثل الدفع بالأقساط..ويصبح حاملو الصكوك هم ملاك المنتج المستصنع.

4. صكوك المراجعة:

يصدرها التاجر أو وكيله بغرض شراء سلعة ما ثم بيعها بمراجعة معلومة مثل معدات مطلوبة ضمن عقد استصناع مثلا فيتم شراء المعدات مراجعة ويكون حاملو الصكوك هم ملاك المعدات وثن بيعها بالمراجعة.

*السلم: هو بيع شيء موصوف في الذمة بثمن معجل.

5. صكوك المشاركة:

يصدرها المتعهد أو وكيله بغرض تمويل مشروع أو مشاريع يكون حاملو الصكوك هم أصحاب تلك المشاريع وهي مشابهة لشركات المساهمة وقد يختلف عنها إذا تم تفويض مصدر الصكوك باختيار المشاريع التي يتم تحويلها وإنشائها.

6. صكوك المضاربة :

يصدرها المتعهد بتقديم التنظيم وإدارة المشروع المقترح بغرض تمويل ذلك المشروع أو مجموعة من المشروعات المفصلة أو المفوض له فيها بالعمل، وبموجبه يكون حاملو الصكوك هم أصحاب رأسمال المشروع ويبقى المشروع، مشاركة بينهم وبين المنظم بنسبة متفق عليها من الربح ويتحملون الخسائر المتوقعة في رأس المال.

7. صكوك المزارعة :

يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل تكاليف الزراعية. بموجب عقد المزارعة ويتشارك حملة الصكوك في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق المنصوص عليه في العقد.

8. صكوك الوكالة بالاستثمار:

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.

9. صكوك المغارسة :

يصدرها مالك الأرض محل التعاقد لتمويل تكاليف الغرس. بموجب عقد المغارسة ويتشارك حملة الصكوك في الأشجار التي تم غرسها وفي الأرض التي تم الغرس عليها وفقا للعقد.

10. صكوك أعيان وخدمات التملك المتناقص :

يصدرها صاحب الفكرة محل التعاقد لتمويل مشروع. بموجب عقد الإنشاء وينتهي الأمر بتملك الأعيان أو الخدمات إلى أصحاب الفكرة، أو الشركاء المؤسسين بعد فترة زمنية محددة. يكون أصحاب الفكرة شركاء في المشروع بالعمل أو برأس المال أو بالائتمار معا. أي أن يكون الشريك عاملاً يستحق بموجب عمله الأجر، أو شريكاً بالعمل ويبدأ في سداد قيمة المشروع لحملة الصكوك من نصيبه في الربح بطريقة تقلل من نسب حملة الصكوك وتجعله شريكاً متزايد النصيب كلما تمكن من السداد من نصيبه.، وبهذه الطريقة تتناقص نصيب حملة الصكوك ويزيد نصيب الشريك العامل حتى ينتهي الأمر بتملك العين وخدمته أو العين لوحدها أو الخدمة لوحدها لصالح الشركاء. وهذه صيغة تجمع بين المضاربة والمشاركة المتناقصة أو المنتهية بالتملك وتجمع بين صكوك التأجير محددة الفترة للأعيان أو الخدمات.

• قابلية الصكوك للتداول :

معظم أنواع الصكوك يمكن تداولها في السوق الثانوية بالقيمة السوقية ما عدا صكوك السلم والاستصناع والمراجحة وبعض الحالات في صكوك المزارعة والمساقاة يمكن تداولها بالقيمة الاسمية وبشرط التقابض.

يمكن القول بشكل عام :

إن الصكوك التي تمثل حصة ملكية في مشروع أو أصل أو منفعة ما يمكن تداولها بالقيمة السوقية، أما الصكوك التي تمثل حصة ملكية في ديون لا يمكن تداولها في السوق الثانوية بالقيمة السوقية، لأنها تدخل في إطار بيع الدين.

• هيكلية الصكوك الإجارة :

لتوضيح هيكلية صكوك الإجارة و آلية إصدارها نورد المثال التالي :

تصدر حكومة ما في عام 2003 صكوك إجارة بقيمة 700 مليون دولار تستحق في عام 2010، وكان الهدف من عملية الإصدار تمويل بناء وتطوير مدينة طبية ، ولأجل هذا الغرض قامت الحكومة المعنية و عدد من البنوك بتأسيس شركة عالمية للصكوك لتكون بمثابة كيان استثماري ذو غرض محدد (Special Purpose Entity



قامت الحكومة ببيع مجموعة الأراضي إلى شركة مؤسسة لذلك الغرض SPV مقابل \$ 700 مليون، وبالمقابل سددت ال SPV ثمن الأراضي من إيراد إصدار وطرح صكوك للمستثمرين بقيمة \$ 700 مليون، ثم قامت ال SPV بتأجير الأراضي للحكومة ، ووزعت بدل الإيجار نصف السنوي الذي تسدده الحكومة على المستثمرين كعائد على استثمارهم (الصكوك).

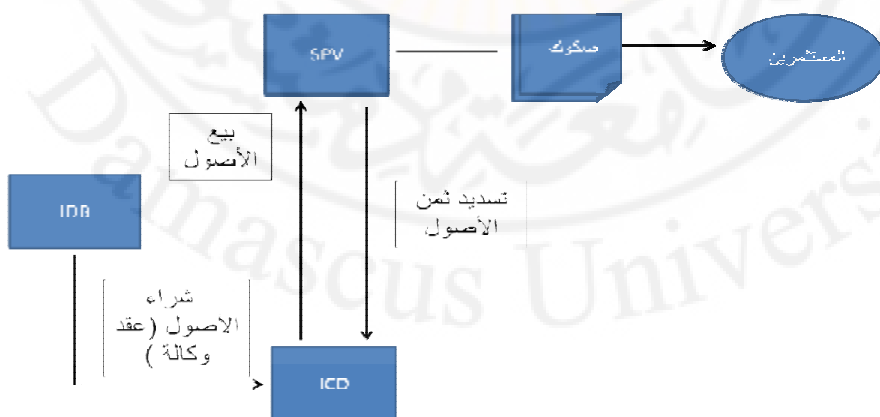
في تاريخ الاستحقاق: تقوم الـ SPV بإعادة بيع الأصل للحكومة بالسعر المتفق عليه مسبقاً لحماية المستثمرين من الخسائر الرأس مالية، ويمكن تصميم خيار بيع يلتزم من خلاله المصدر بشراء الأصل، و بإعادة الأموال إلى حملة الصكوك لتحل الـ SPV.

- هيكلية الصكوك المختلطة :

الصكوك المختلطة أو المهجنة وهي صكوك يمثل كل منها حصة شائعة بملكية أصول تمت حيازتها من خلال عقود إجارة ومراجعة واستصناع، والمثال التالي يوضح هيكلية هذه الصكوك :

في آب 2003 أصدر البنك الإسلامي للتنمية IDB صكوك مختلطة بقيمة 400 مليون دولار تستحق عام 2008 كل صك يمثل حصة شائعة بملكية الأصول تتضمن عقود إجارة ومراجعة واستصناع، (شرط أن تكون عقود الإجارة تمثل 51% من الأصول).

هيكلية الصكوك المختلطة : مثال عملي



يلتزم البنك الإسلامي للتنمية بعقد وكالة مع ICD (شركة إسلامية لتطوير القطاع الخاص)، تقوم ال ICD بشراء الأصول من البنك الإسلامي للتنمية وبيعها لشركة Solidarity trust services (تمثل ال SPV شركة تم إنشائها بغرض إصدار الصكوك)، تقوم ال spv بتوكيل ال ICD بتحصيل عوائد الأصول. وفي حال انخفضت عقود الإجارة عن 25 % ينحل العقد و يلتزم بنك التنمية بشراء جميع الأصول من ال SPV، وقد حاز هذه الصكوك على تصنيف AA من قبل Fitch ratings و AAA من قبل ستاندر داند بورز .

4- المشتقات المالية :

تقوم المشتقات على أساس فصل الملكية عن المخاطر، وتجعل الخطر محل التبادل، بحيث تنقل المخاطر من شخص إلى آخر، بالإضافة إلى أن المبادلة في المشتقات هي مبادلة صفرية، نتيجتها ربح طرف مقابل خسارة الطرف الآخر ، فهي تتصف بالغر الفاحش، وكل هذه الأسباب تجعلها غير مقبولة شرعاً، وبدلاً من أن تقوم المشتقات المالية بدور الوقاية من المخاطر باتت عن طريق استخدامها في المضاربات وسيلة لانتشار المخاطر وسبباً من أسباب تفاقم الأزمة. وفيما يلي ذكر لأنواع المشتقات والحكم الشرعي لكل منها والبديل الإسلامي الموجود حالياً لها.

1- المستقبلات: هي عقود آجلة يتم فيها تأجيل البدلين السلعة و الثمن، و لعدم إمكانية التملك لأحد البدلين فهي غير جائزة شرعاً، فالهدف الرئيس لهذه العقود هو مبادلة المخاطر ، أي انه يدخل تحت بند بيع الدين بالدين. ومن البدائل المشروعة لهذه العقود :

أ- السلم و السلم الموازي الذي يتم به دفع الثمن مباشرة و تأجيل تسليم السلعة.

ب- الاستصناع و الاستصناع الموازي ، حيث يتم الدفع و تسليم السرعة في الأجل و لكن يشترط بهم العمل و تحقق المنفعة .

ت- عقد الجعالة¹ : من أفضل البدائل عن الأدوات المستقبلية، و خاصة في مجال مواد الخام و الثروات الباطنية و المعادن ، و هي صيغة قريبة من صيغ العقود الآجلة لأن الدفع و الاستلام في المستقبل و السعر محدد في الحاضر.

2- الخيارات: هي عقود ملزمة لأحد الطرفين لمنح حق الشراء أو البيع لأشياء معينة بضمن محدد في المستقبل ، أي أن محل تلك العقود هو إعطاء حق الشراء أو حق البيع، و هي حقوق غير مالية، فلا تجيز الشريعة أن تكون محلاً للمبادلة الرضائية الحقيقية، لأن هذا الشكل من العقود يعد من أشكال المبادلة الصفيرية و يفقد معنى المتاجرة.

- البدائل الشرعية للخيارات :

البديل الشرعي للخيارات حسب المعايير الشرعية يكون بأحد الأشكال التالية:

أ- بيع العربون : المراد ببيع العربون بيع السلعة مع دفع المشتري مبلغ من المال إلى البائع، على أنه إذا أتم العقد و أخذ السلعة احتسب المبلغ من الثمن، و يكون للمشتري حق الفسخ خلال مدة معينة مقابل خسارة مبلغ العربون.

ب- البيع بخيار الشرط : إبرام عقد على سلعة معينة، مع اشتراط خيار إثبات حق الفسخ لأحد العاقلين أو كليهما خلال مدة معلومة، خيار الشرط هذا غير قابل للتداول .

ت- إصدار وعد ملزم من مالك السلعة بالبيع، أو وعد ملزم من الراغب في التملك بالشراء، دون تخصيص مقابل الوعد، و هذا الوعد غير قابل

¹ وهي أن يجعل شيئاً معلوماً لمن يعمل عملاً معلوماً أو مجهولاً مدة معلومة أو مجهولة. و الجعالة تساوي الاجارة في اعتبار العلم بالعوض و تختلف عنها في مسألتين احدهما تعيين العامل وثانيهما العلم بمقدار العمل.

للتداول، و هو عبارة عن عملية بيع أو شراء آجل يحدد وقت التعاقد و تسمى هذه العملية عمليات وعد البيع أو الشراء، و يكون الوعد ملزماً لأحد الطرفين.

3- عقود المبادلات: هي اتفاقية على تبادل مؤقت لقدر معين من الأصول المالية أو العينية أو معدلات الفوائد دون تبادل فعلي ، وقد تباع الأشياء بالأجل لمن اشترت منه ، وبيع الدائن دينه بأقل منه أو بأكثر منه إلى طرف ثالث، يحصل على الدين كاملاً ويعوض الدائن عنه بأقل منه ، فهذا الخصم هو الربا.

- البدائل الشرعية لتبادل الديون :

أ- أن يتم على أساس التبعية للأصول غير النقدية من الأعيان أو المنافع أو الحقوق المالية ، أي أن تكون هي المقصودة من التعامل ، ويأتي الدين على أساس التبعية ولم يقصد بذاته .

ب- الخصم السلعي للديون ، عن طريق استخدام البيع بالأجل، أي بيع سلعة لمدين بضمن مؤجل ، وذلك عندما يكون لطرف ما دين على الآخر ، ويريد الحصول عليه حالاً ، فيشتري به أصولاً ويكون الدين ثمنها المؤجل.

ثالثاً : الشروط المرتبطة بآلية التداول

1. التعامل بالهامش :

إنّ دفع المشتري جزءاً يسيراً من قيمة ما يرغب بشرائه يسمى هامشاً ويقوم الوسيط بدفع الباقي على سبيل القرض، المتاجرة تتم غالباً (بالعملات الرئيسية - أوراق مالية (أسهم - سندات) - أو بعض أنواع السلع).

يؤدي التعامل بالهامش لتوفير سيولة عالية بالسوق لزيادة حجم التداول وإتاحة فرصة لزيادة ومضاعفة الأرباح، لكن وجهة نظر أخرى ترى أنه يؤدي إلى تضخم

الأسعار وارتفاع المؤشرات نظراً لزيادة الطلب، و بعد فترة محددة لا بد للمستثمر أن يترجم أرباحه إلى أرقام من خلال عمليات بيع مكثفة من الممكن أن تؤدي إلى انخفاضات حادة يجب الحذر منها . ومن الجدير ذكره أن التعامل بالهامش غير متفق مع الشريعة الإسلامية للأسباب التالية:

- أ- السمسار إذا أقرض العميل فإنه يشترط عليه فائدة وهذا ربا .
- ب- اشتراط الوسيط على العميل أن تكون تجارته عن طريقه بمعنى الجمع بين سلف وبيع المنتهى عنه شرعاً (لا يحل سلف وبيع) كل قرض جرّ نفعاً هو ربا.

2. البيع على المكشوف :

يقصد بالبيع على المكشوف إمكانية بيع أوراق ماله من قبل المستثمر وذلك قبل أن يمتلكها . ويتم ذلك من خلال الطلب من الوسيط الذي يتعامل معه بأن يبيع له عدداً معيناً من الأسهم بالسعر الجاري بتاريخ الطلب ، وذلك مقابل أن يقوم السمسار بشراء العدد نفسه من تلك الأسهم بتاريخ لاحق (تاريخ التنفيذ) وذلك بالسعر الجاري في ذلك التاريخ (سعر التنفيذ) و"يسمى القائمون بالبيع على المكشوف باسم دبية أو متشائمين " . ومن الجدير ذكره أن البيع على المكشوف غير متفق مع الشريعة الإسلامية لأن النبي صلى الله عليه وسلم نهى عن بيع مالا تملك، و لأنه مقامرة محضّة على أن سعر الورقة المالية سوف ينخفض.

3. المضاربة :

إن المضاربة الصرفة غير متفقة مع الشريعة لأنها ترقى إلى القمار، و تحرم المضاربة إذا صاحبها ممارسات غير أخلاقية كالكذب والإشاعات و الاحتكار وتقديم معلومات

مضللة وممارسات غير مشروعة تتعلق بأسلوب التعاقد كالبيع الصوري وبيع مالا يملك والبيع على المكشوف.

يوجد عنصر المخاطرة في المقامرة والمضاربة وفي كل نشاط تجاري، إلا أنه يمكن التمييز بين القمار والمضاربة في أن العقد في القمار محله المخاطرة فقط بينما تتضمن المضاربة مخاطرة لكن لا تعتمد عليها فقط بل أن الاحتمالات محسوبة بدقة ولا تعتمد على الصدفة فقط.

● إجراءات تحد من المضاربة الضارة في البورصة وأهمها:

- أ- استخدام السياسة الضريبية، وذلك بفرض الضريبة على الأرباح الرأسمالية المحققة من بيع أوراق مالية خلال فترة قصيرة مع مراعاة تميز في سعر هذه الضريبة حسب مدة الاحتفاظ بالورقة.
- ب- تحديد نسبة الاستثمار في الأوراق المالية لكبار المتعاملين حتى لا يمكنهم التأثير في السوق وتوجيهه نحو المضاربة.
- ت- وضع القيود على تغيير الأسعار بحيث لا يسمح لأي جهة الاستفادة من رفع الأسعار إلى الأعلى أو أدنى بشكل سريع بحيث يمكن من المقامرة.
- ث- تدخل جهات إشرافية لتحديد الأسعار عند وجود محاولات للتأثير في الأسعار بشكل خطير أي التسعير. وهو جائز إذا حاول التجار رفع الأسعار ظلماً فإن للحاكم أن يتدخل للتسعير عليهم بسعر المثل.
- ج- فرض عقوبات على من يحاول أن يباشر نشاط تجاري غير أخلاقي من عمليات تزوير أو كذب.

6.7. التحديات التي تواجه السوق المالي الإسلامي

يواجه السوق المالي الاسلامي عدداً من التحديات، أهمها:

- أ- عدم وجود الخبرات الفنية الكاملة خاصة فيما يتعلق بال محللين الماليين للأسواق والاستثمارات المباشرة.
- ب- هنالك اختلافات بين لجان ومجالس الرقابة الشرعية من بلد لآخر، وربما كان من مصرف لآخر في بعض الأحيان داخل البلد الواحد.
- ت- عدم إصدار صكوك عالمية وذلك لعقبات فنية مرتبطة في معظمها بالتصنيف المالي والمخاطر التي ترتبط في معظمها بالمصارف الإسلامية.
- ث- لا زالت أسواق المال الإسلامية في حاجة ماسة لمزيد من المنتجات الإسلامية المبتكرة والمجازة شرعياً.
- ج- الأنظمة الضريبية وقوانين ولوائح الاستثمار باختلافاتها من بلد لآخر، وإضافة لذلك انخفاض نسبة الشفافية قد أثرت سلباً في تعاملات المصارف الإسلامية في أسواق المال المحلية والعالمية.
- ح- الاختلافات الفقهية بين الشرق الأوسط والشرق الأقصى خاصة ماليزيا مما أعاق وصولها إلى دول المشرق العربي وذلك لتبنيها بعض الآراء الفقهية التي خالفت فيها رأي المجامع الفقهية .

ومع أن دولاً عديدة في الشرق الأوسط قد بدأت ممارسة النشاط المصرفي الإسلامي والتأميني مثل سورية و دول الخليج العربي إلا إن السوق المالية الإسلامية لا زالت في بدايتها حيث بدأت التحركات باتجاه إقامتها في العشرية الأخيرة عن طريق إقامة مؤسسات مالية إسلامية، ثم إنشاء هيئات دولية دورها الرئيسي ترسيخ مبادئ الفكر المالي الإسلامي، إلا أن هذا الاهتمام لم يكن من قبل الدول الإسلامية وحدها

ولكن حتى من طرف الدول الغربية ومن قبل غير المسلمين في تأكيد واضح على أن الشريعة الإسلامية لم تكن عائقاً في وجه النمو والتطور الاقتصادي. ولكن هذه الصناعة لا زالت في البداية وتحتاج لكثير من الجهود والخبرات والعمل المتواصل لأجل تحقيق الأهداف الاقتصادية والإسلامية معاً ومواجهة جميع التحديات والعراقيل والتغلب على مواطن الضعف فيها.





الفصل الثامن: مؤشرات الأسواق المالية



1.8. مقدمة

يتساءل المستثمرون عادة "كيف حال سوق المال اليوم؟" والسبب وراء هذا التساؤل هو أنه يندر أن تجد مستثمراً يمتلك سهماً أو سنداً واحداً فمن الطبيعي إذن أن يبحث ذلك المستثمر عن مؤشر يساعده على معرفة أداء ما يملكه من أوراق مالية دون الحاجة إلى بذل الكثير من الجهد. كما أن غالبية الأوراق المالية تتحرك بنفس اتجاه حركة السوق لذا إن عرف المستثمر اتجاه السوق فإنه يستطيع تصور الاتجاه الذي تحركت بموجبه أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها.

ظهرت أولى مؤشرات الأسواق المالية في الثالث من حزيران عام 1884 على يد "تشارلز داو" كأول مؤشر لحركة سوق الأسهم في العالم وكان خاصاً بالاقتصاد الأمريكي، يحسب باستخدام متوسط أسعار إغلاق أحد عشر سهماً منها أسهم تسع شركات خاصة بالسكك الحديدية، وشركتين صناعيتين، ثم توالى ظهور المؤشرات تتراو وتتنوع طرق حسابها ومدى تغطيتها لمكونات السوق كما تزايدت أهميتها بشكل كبير ما دفع مؤسسات متخصصة مثل فوتسي، وستاندارد آند بورز و مورغان ستانلي لإعداد مؤشرات خاصة بها.

2.8. ماهية مؤشرات الأسواق المالية وأهميتها

أ. ماهية مؤشرات الأسواق المالية.

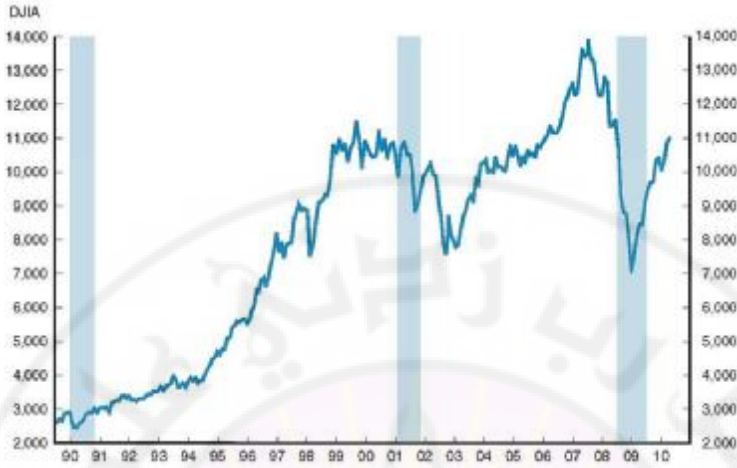
المؤشر هو عبارة عن قيمة رقمية محسوبة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية لأسعار أو قيم سوقية لعدد من الأوراق المالية المتداولة في السوق الخاص بها، تقيس التغير واتجاهه في حالة الاقتصاد -سوق مالية- أو في حالة قطاع اقتصادي وفي حالة الأسواق المالية. يمكن النظر للمؤشر على أنه محفظة وهمية من الأوراق المالية (عينة من الأسهم يتم اختيارها والاعتماد على أسعارها ويتم تثقيفها

بطريقة خاصة بحيث تعكس حالة السوق أو القطاع الذي تمثله) وكل مؤشر له طريقة خاصة لاحتسابه ويبدأ من قيمة أساسية (100 أو 1000) تُعطى له في مرحلة أو فترة (شهر أو عام) أو نقطة زمنية بدائية و التي تعتبر فترة أساس ثم يتغير حسب تغير قيمة مكوناته، ويتم مقارنة هذا المؤشر بقيمته في فترة الأساس مع قيمته في فترة القياس، و يعتبر التغير المئوي أهم من التغير في القيمة الرقمية الفعلية.

ب. أهمية مؤشرات الأسواق المالية

تعكس مؤشرات الأسواق المالية بشكل عام حالة هذه الأسواق أو حالة قطاع معين (حسب العينة التي تمثلها) ، فهي إحدى الأدوات الاقتصادية التي تساعد صانعي القرار الاقتصادي أو الاستثماري في كافة المستويات ويمكن تلخيص أهمية استخدام هذه المؤشرات بالنقاط التالية:

- 1- تبيان حالة السوق (مؤشرات عامة) ، أو قطاع معين من السوق (مؤشرات قطاعية) ، وذلك من خلال عكس هذه المؤشرات لتغيرات أسعار الأوراق المالية التي تتكون منها تلك المؤشرات.
- 2- إعطاء فكرة سريعة عن حالة الاقتصاد في دولة ما نظراً لوجود علاقة بين مؤشر السوق والوضع الاقتصادي للدولة. حيث يُظهر الشكل التالي أن السوق ينخفض بشكل حاد في فترات الركود الاقتصادي كما يشاهد بوضوح في عامي 2001 و 2009.



حركة مؤشر داو جونز الصناعي مع حالة الاقتصاد (الظل يشير إلى ركود اقتصادي).

3- التنبؤ بحالة الاقتصاد: أثبت العديد من الدراسات أن حركة مؤشر سوق الأوراق المالية تستطيع تنبؤ حالة الاقتصاد لسببين رئيسيين: الأول أن سعر أي ورقة مالية ينبغي أن تعكس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية من الورقة مخصومة بمعدل خصم مناسب. ونظراً لأن مؤشر السوق يحسب بالاعتماد على حركة أسعار الأسهم أو السندات أو كليهما التي يمثلها فإن مؤشر السوق يعكس بالضرورة ما ستكون عليه حال الاقتصاد لاسيما التدفقات النقدية المستقبلية للشركات ومعدل الخصم المستخدم. والسبب الثاني هو أن السوق يستجيب للإشارات القادمة من الاقتصاد التي توحى بتغير حالة الاقتصاد لاسيما تلك المتعلقة بعرض النقود وهامش أسعار الفائدة (الفرق بين سعر الفائدة على سندات الخزينة لمدة عشر سنوات وسعر الفائدة على قروض الاحتياطي الفيدرالي).

وفي دراسة أعدها "وليم شورت" وغطت الفترة بين 1802 و1990 كشف أن انخفاض في معدل العائد على مؤشر السوق قدره 8% أو أكثر

كان سابقا أو على الأقل مرافقا لحدوث الكساد و ذلك في 38 مرة من أصل 41 مرة تعرضت فيها الولايات المتحدة للكساد. هذا يؤكد أن مؤشر السوق يعد أداة جيدة للتنبؤ بحالة الاقتصاد ما يساعد أصحاب القرار و الاقتصاديين على التنبؤ بالأوضاع الاقتصادية مستقبلا و اتخاذ القرارات الصحيحة .

4- تستخدم المؤشرات بشكل أساسي في التحليل الفني للمساعدة في اتخاذ القرار الاستثماري في الوقت المناسب حيث يؤمن المحللون الفنيون "TECHNICIANS" أنه يمكن الاعتماد على تحركات الأسعار في الماضي للتنبؤ باتجاهاتها المستقبلية. لذا تجدهم يحللون تحركات أسعار الأسهم وأحجام التداول للعديد من مؤشرات السوق لاسيما مؤشر داو جونز الصناعي. وعندما تكون حركة مؤشر السوق متزايدة يطلق عليه المحللون مسمى سوق تصاعدي (سوق ثيران) BULL MARKET بينما السوق الهابط (سوق دبة) BEAR MARKET .

5- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة الاستثمارية حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار مقارنة أداء محفظته من الأوراق المالية مع أداء مؤشر السوق دون الحاجة لمتابعة أداء كل ورقة على حده، فإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها حينئذ يكون من الأفضل له متابعة هذا المؤشر.

6- الحكم على أداء مدراء المحافظ الاستثمارية: تعتمد صناديق الاستثمار بشكل كبير على مؤشرات السوق المالية عند تقييم أداء مدراء صناديق و تحديد التعويضات التي ينبغي صرفها لهم حيث يفترض بمدراء الاستثمار في

الصناديق الاستثمارية اعتماد أساليب تحليل واختيار متقدمة للأوراق المالية. فإن استطاع مدير الاستثمار في الصندوق تحقيق عائد أعلى من عائد السوق فإنه يستحق الحصول على تعويضات مرتفعة. أما إن كان عائد السوق مقاساً بعائد أحد المؤشرات أعلى من عائد الصندوق فإن ذلك دليل فشل مدير الصندوق في اختيار الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق أو فشله في توقيت السوق أو فشله في كليهما.

7- إن أحد الاستخدامات المباشرة لمؤشر السوق المالي يتمثل في تكوين محفظة مؤشر "INDEX PORTFOLIO". إن الصعوبة التي يجدها معظم مدراء صناديق الاستثمار في التفوق على عائد مؤشر السوق جعلهم يتجهون إلى تشكيل محافظ استثمارية وصناديق استثمارية تحاكي مؤشرات السوق المعروفة في مكوناتها من الأوراق المالية، وأوزان تلك الأوراق في محافظها فيما يسمى استراتيجيات الاستثمار السلبية. لم يقتصر ذلك التوجه على صناديق الأسهم بل امتد ليغطي صناديق السندات أيضاً.

8- تقدير المخاطر المنتظمة : تشير نظرية الأسواق المالية و المحفظة الاستثمارية إلى أن نوع المخاطر الذي يهتم له المستثمر هو المخاطر المنتظمة مقاسةً بحساسية معدل العائد على الورقة المالية للتقلبات في عائد محفظة السوق المكونة من الأصول الخطرة. يمكن الاعتماد على مؤشر السوق المالي ليعبر عن محفظة السوق المكونة من الأصول الخطرة وبالتالي يمكن استخدام المؤشر لقياس المخاطر المنتظمة (مخاطر السوق) لسهم معين في السوق أو لمحفظة أوراق مالية.

9- تحولت المؤشرات في كثير من البورصات إلى أدوات مالية يتم تداولها في السوق المالية. ليس هذا فحسب بل تم تطوير أدوات مالية مشتقة من هذه المؤشرات، كالخيارات على المؤشرات، و عقود المستقبلية على المؤشرات. وتنشر البورصات نشرات أسعار لهذه الأدوات المالية المشتقة على أن تتم تسوية العقود المرتبطة بهذه الأدوات بشكل نقدي فقط لاستحالة تسليم المؤشر. ويلجأ المستثمرون إلى هذه الأدوات المالية المشتقة بغرض التحوط أو المضاربة على حدوث تغير في السوق صعوداً أو هبوطاً.

3.8. الخصائص الواجب توافرها بالمؤشرات

تختلف المؤشرات من حيث كيفية بنائها ولكن هناك مجموعة من الخصائص العامة والإحصائية التي ينبغي أن تراعى عند احتساب هذه المؤشرات حتى تكون قادرة على أداء الوظائف التي أنشأت لأجلها، وأهم تلك الخصائص:

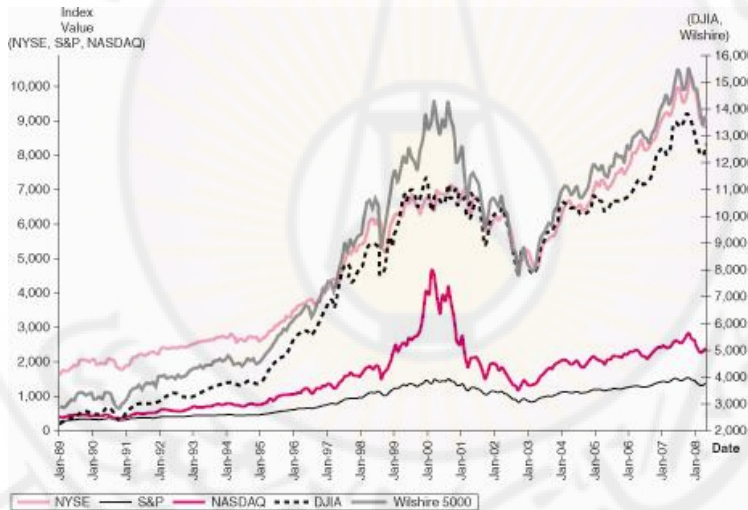
أولاً : العينة الملائمة: هي مجموعة الأوراق المالية التي يتم اختيارها لتستخدم في بناء المؤشر و يجب أن تكون هذه العينة ملائمة من ثلاثة جوانب مترابطة وهي :

أ- الحجم (SIZE) : يُفترض أنه كلما ازداد عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر كلما كان أكثر تمثيلاً لحالة السوق . وعلى الرغم من أن هناك مؤشرات قائمة على كافة الأسهم المتداولة في تلك السوق مثل بورصة دمشق أو بورصة نيويورك NYSE إلا أن المؤشرات التي تقوم على عينة صغيرة قد لا تقل كفاءة عن تلك المؤشرات في تمثيلها للسوق و منها S&P 500 و يُرجع "لوري" ذلك إلى سببين رئيسيين :

1- إن القيمة السوقية للعينة التي تبني عليها تلك المؤشرات تمثل نسبة كبيرة من القيمة السوقية للأسهم التي تتضمنها السوق (نسبة القيمة السوقية لأسهم

التي يمثلها S&P 500 تبلغ تقريباً 80% من قيمة الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك التي يبلغ عددها حوالي 2490 في 2010).

2- إن أسعار الأسهم تتحرك صعوداً و هبوطاً بشكل عام بنفس الاتجاه العام للسوق، أي أن عينة صغيرة يمكن أن تمثل حالة السوق ككل . لذا يلحظ المتابع لحركة مؤشرات السوق الأمريكية لاسيما داو جونز الصناعي (المكون من 30 شركة) وستاندارد آند بورز 500 أنهما يتحركان غالباً في الاتجاه نفسه وأن معامل الارتباط بينهما يزيد عن 95%. يبدو ذلك جلياً في الشكل التالي:



حركة المؤشرات الرئيسية للأسواق المالية الأمريكية

ب- **الاتساع (BREADTH)**: يقصد بها أن تغطي العينة المختارة مختلف القطاعات المكونة للسوق فالمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يحتوي أسهما لمنشآت في كل من صناعة أو قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي، دون أن يكون هناك تحيز لفئة معينة من المنشآت

الكبيرة مثلاً في داخل الصناعة أو القطاع وبالطبع إذا كان المؤشر خاصاً بصناعة معينة حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة والمختارة دون تحيز.

ت - المصدر (SOURCE): يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها حساب المؤشر. فينبغي أن تكون مصادر الحصول على أسعار الأسهم هي السوق الأساسية التي تتداول بها تلك الأسهم.

ثانياً: تعديل المؤشر مباشرة ليعكس الآثار المترتبة عن قرارات الشركات مثل تجزئة الأسهم، أو توزيع أسهم مجانية، أو زيادة رأسمالها، وكذلك عمليات الاندماج. حيث تلتزم إدارة البورصة بتحديث أرقام المؤشر لتعكس مختلف قرارات الشركة وإلا فإن المؤشر لن يعبر عن حقيقة أداء السوق المالي كما تحتفظ بتواريخ التعديل و تنشر قيم المقسوم عليه الجديدة كما في حالة المؤشرات المبنية على أساس الترجيح بالسعر (داو جونز الصناعي مثلاً).

ثالثاً: يجب أن تكون الأسهم المكونة للمؤشر من الأسهم النشطة ذات السيولة العالية التي يوجد عليها أحجام تداول جيدة حتى تصبح ممثلة لحركة السوق. لذا عمدت الكثير من إدارات الأسواق المالية إلى إصدار مؤشرات للسوق المالية مرجحة بالأسهم الحرة طالما أن الأسهم الحرة هي الأسهم المتاحة للتداول على أن يتم تحديث أرقام الأسهم الحرة باستمرار. على سبيل المثال، حدثت السوق المالية السعودية أرقام الأسهم الحرة في آخر آذار من عام 2013 واعتمدت تلك الأرقام في حساب مؤشرها العام و مؤشرات القطاعية.

4.8. الطرق المتبعة في بناء المؤشرات

نلاحظ وجود العديد من الطرق والأساليب لبناء مؤشرات للسوق أو لقطاعات معينة داخل السوق. ومن أهم هذه الأساليب:

ü المؤشرات المبنية على أساس الترجيح بالسعر. (Price – weighted Index)

ü المؤشرات المبنية على أساس الترجيح بالقيمة. (Value-weighted Index)

ü المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية. (Equally – weighted Index)

المؤشرات المبنية على أساس السعر: (Price – weighted Index)

من أهم المؤشرات العالمية المبنية على أساس السعر هو (داوجونزالصناعي) الذي يعتبر أحد أقدم تلك المؤشرات.

وفق هذا المدخل يحسب المؤشر على أساس الوسط الحسابي البسيط للأسهم الداخلة في حساب المؤشر بحيث تكون مساهمة الشركة المختارة في العينة المستخدمة في بناء المؤشر بسعر سهمها. إن وزن السهم بالنسبة للعينة هو سعر السهم على مجموع أسعار الأسهم المكونة لعينة الأسهم المستخدمة في بناء المؤشر:

$$Index_t = \frac{\sum_{i=1}^N P_t}{N}$$

حيث أن:

$Index_t$: قيمة المؤشر في الفترة t .

P_t : أسعار إقفال الأسهم في الفترة t

N_t : عدد الأسهم في الفترة t

نعرض مثالا توضيحيا للمؤشرات المبنية على أساس السعر:

مثال: يتضمن مؤشر مبني على أساس السعر ثلاثة أسهم ظهرت كما يلي :

الشركة	السعر يوم 01/01
س	160
ع	80
ص	20

1- احسب قيمة المؤشر يوم 1/1 .

2- افترض أنه يوم 1/2 ارتفع سعر سهم الشركة س بنسبة 10%، أحسب قيمة

المؤشر وعائد السوق مقارنة بيوم 1/1 .

3- افترض أن سعر سهم الشركة ص هو الذي ارتفع بنسبة 10 %، أحسب

قيمة المؤشر، وعائد السوق مقارنة بيوم 1/1 .

4- افترض أنه يوم 1/2 قامت الشركة س باشتقاق أسهمها في السوق بمعدل $\frac{1}{2}$

وبلغ سعر السهم في السوق بعد الاشتقاق 80، أحسب قيمة المؤشر، وقيمة

المقسوم عليه، وعائد السوق مقارنة بيوم 1/1 .

الحل:

لحساب قيمة المؤشر المبني على أساس السعر نتبع الخطوات التالية:

1 - نجمع أسعار الأسهم

2- نقسم مجموع أسعار الأسهم على عدد الأسهم. يُطلق على عدد الأسهم في هذه

الحالة اسم المقسوم عليه.

و من الجدير ذكره هنا أن قيمة المقسوم عليه تتغير في حالتين:

الحالة الأولى: حالة حدوث اشتقاق لبعض الأسهم.

الحالة الثانية: حالة حدوث تغير في عدد الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

$$1 - \text{قيمة المؤشر يوم } 1/1 = 3 / (20+80+160) = 86.67 \text{ نقطة}$$

$$2 - \text{قيمة المؤشر يوم } 1/2 = 3 / (20+80+176) = 92 \text{ نقطة}$$

$$\begin{aligned} \text{عائد السوق } 1/2 &= (\text{قيمة المؤشر } 1/2 - \text{قيمة المؤشر } 1/1) / \text{قيمة المؤشر } 1/1 \\ &= (86.67 - 92) / 86.67 = -6\% \end{aligned}$$

ولأن معدل العائد موجب يقال إن السوق صعودي.

3- سعر السهم للشركة ص سوف يرتفع بنسبة 10% وبالتالي يصبح 22

$$\text{قيمة المؤشر} = 3 / (22+80+160) = 87.33$$

$$\text{عائد السوق} = (86.67 - 87.33) / 86.67 = -0.76\%$$

ملخص النتائج :

- ارتفاع سعر سهم الشركة س بنسبة 10 % أدى إلى ارتفاع مؤشر السوق بـ 6%.

- ارتفاع سعر سهم الشركة ص بنسبة 10 % أدى إلى ارتفاع مؤشر السوق بـ 0.8%.

معنى ذلك أن المؤشرات المبنية على أساس السعر هي مؤشرات متحيزة للأسهم ذات الأسعار المرتفعة.

4- لاحظ أن الشركة قامت باشتقاق السهم الواحد إلى سهمين لأن معدل

الاشتقاق 2 إلى 1 ذلك أن المستثمر الذي كان يمتلك سهما بقيمة 160

أصبح يملك سهمين القيمة السوقية للسهم الواحد 85 أي أصبح يملك سهمين

$$\text{قيمتهم} = 85 * 2 = 170$$

$$\text{قيمة المؤشر يوم } 1/4 = 3 / (20+80+80) = 60$$

$$- \text{عائد السوق} = (86.67 - 60) / 86.67 = -30.77\%$$

لقد انخفض مؤشر السوق 30.77% دون وجود أسباب حقيقية، وذلك بسبب اشتقاق إحدى الشركات لأسهمها.

و لتفادي هذا العيب في المؤشر يتم تعديل مقام الكسر ليأخذ الاشتقاق الحاصل بعين الاعتبار، ويتم حساب قيمة المقسوم عليه الجديد كمايلي:

$$\frac{\sum_{i=1}^N P_0}{D} = \frac{\sum_{i=1}^N P_1}{D_1}$$

حيث إن D يمثل قيمة المقسوم عليه قبل الاشتقاق و D_1 قيمة المقسوم عليه بعد الاشتقاق وبالتالي تكون قيمة المقسوم عليه الجديد:

$$\frac{260}{3} = \frac{180}{D_1}$$

فتكون قيمة المقسوم عليه الجديد D_1 هي 2.077 وهي قيمة تنشرها دوما شركة داوجونز.

المؤشرات المبنية على أساس القيمة: (Value-weighted Index)

هنا يتم حساب المؤشر على أساس القيمة السوقية لكل منشأة يمثلها. أي السعر السوقي للسهم مضروباً بعدد أسهم المنشأة، ومثال ذلك مؤشر بورصة نيويورك NYSE و مؤشر S&P500 والمؤشر العام لسوق المال المصري مؤشر سوق دمشق المالي. ويتم حساب المؤشر وفق المعادلة التالية:

$$Index = \frac{\sum_{i=1}^n P_{it} N_{it}}{\sum_{i=1}^n P_{ib} N_{ib}} . S$$

إن P_{it} سعر إغلاق السهم i في الفترة t ، بينما N_{it} عدد الأسهم للشركة i في الفترة t ،
وفيما يلي سوف نتناول مثالا توضيحيا لكيفية حساب المؤشرات المبنية إلى أساس
القيمة.

مثال: افترض وجود ثلاثة أسهم تظهر بياناتها، كما يوضح الجدول:

الأسهم	سعر السهم تاريخ 0	عدد الأسهم المصدرة	سعر السهم تاريخ 1
س	30	100.000	30
ع	60	50.000	66
ص	90	10.000	108

ويمكن حساب القيمة الإجمالية للسوق في هذه الحالة كما يلي :

$$6.900.000 = (90 * 10.000) + (60 * 50.000) + (30 * 100.000)$$

ومن ثم يمكن حساب القيمة الإجمالية للسوق في اليوم 1 هذه الحالة كما يلي :

$$= (108 * 10.000) + (66 * 50.000) + (30 * 100.000) = 7.380.000$$

$$\text{قيمة المؤشر} = 1000 * (6.900.000 \setminus 7.380.000)$$

$$\text{قيمة المؤشر} = 1069.57$$

والارتفاع في قيمة المؤشر = 69.57 نقطة.

وهذا الارتفاع نتج من ارتفاع 10% في سعر السهم ع من 60 إلى 66 و

20% للسهم ص من 90 إلى 108.

غير أن عدد الأسهم المصدرة لهذين النوعين من الأسهم مجتمعان 60.000

(50.000 سهم من ع و 10.000 سهم من ص). يتميز هذا المؤشر بأنه لا يحتاج

للتعديل مع كل تجزئة للأسهم الداخلة في حساب المؤشر لأن عدد الأسهم يتغير بشكل تلقائي.

لكن المؤشر المحسوب بهذه الطريقة يتحيز للشركات ذات القيمة السوقية المرتفعة.

المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية: (Equally- price Index)

يقوم هذا المدخل على أساس افتراض أنه يجب استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها المؤشر عند بداية تكوينه، وبالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز إلى الأسعار أو إلى القيمة السوقية، وهي العيوب التي تعاني منها المؤشرات المبنية على أساس السعر والقيمة السوقية، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهها حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

يعطي هذا المؤشر قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر بغض النظر عن القيمة السوقية للشركة و ذلك من خلال استراتيجية تستثمر نفس المبلغ في كل سهم.

$$Index = \frac{Money\ Invested_t}{Money\ Invested_0} \cdot S$$

خطوات حساب المؤشر:

- حدد مبلغ للاستثمار متساوياً في كل سهم (100 دولار مثلاً)
- حدد وزناً نسبياً لكل سهم يتكون منه المؤشر باستخدام المعادلة التالية:
$$\frac{100}{\text{السهم سعر}} = \text{الوزن النسبي}$$
- أحسب قيمة المؤشر بضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر السهم
السوقي و لا يتغير الوزن إلا في حال تجزئة الأسهم.

مثال: ظهرت أسعار ثلاثة أسهم تستخدم في حساب المؤشر أساس الأوزان المتساوية كمايلي:

السهم	السعر
س	160
ع	80
ص	20

المطلوب:

- 1- أحسب قيمة المؤشر
- 2- افترض أن سعر السهم للشركة (ع) ارتفع بنسبة 25 %. أحسب قيمة ومؤشر السوق وعائده .

الحل:

1- لحساب قيمة المؤشر يجب أولاً حساب الوزن النسبي لكل سهم كالآتي :

الوزن النسبي للسهم ص = 5

الوزن النسبي للسهم ع = $1.25 = 100/80$

الوزن النسبي للسهم الشركة (س) = $0.625 = 100/160$

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{الأسهم أسعار} \times \text{النسبية الأوزان (المقارنة بتاريخ)}}{\text{اسعار الأسهم} \times \text{النسبية الأوزان (الأساس بتاريخ)}} \times 100$$

قيمة المؤشر عند بداية حسابه = 100

لاحظ أنه في بداية تكوين المؤشر استخدمنا مبالغ متساوية لكل سهم عند تكوين المؤشر وهي 100 لكل سهم.

2- طالما أن سعر سهم الشركة (ع) ارتفع بنسبة 25 %. فمعنى ذلك أن
سعر السهم الجديد يعادل :

$$1.25 \times 80 = 100$$

$$108.33 = 100 \times \frac{0.625 \times 160 + 1.25 \times 100 + 20 \times 5}{0.625 \times 160 + 1.25 \times 80 + 20 \times 5} = \text{قيمة المؤشر}$$

$$\text{عائد السوق} = 108.33 - 100 / 100 = 8.33 \%$$

سمات التوزيع بأوزان متساوية:

1- لا يتحيز هذا المؤشر للشركات ذات القيمة السوقية المرتفعة أو ذوات السعر المرتفع.

2- عند تجزئة الأسهم الداخلة في حساب المؤشر يتم تعديل النسبة المستثمرة بالسهم لكن لا يتغير المبلغ المستثمر.

3- رغم أن الأوزان تكون متساوية عند بدأ العمل بالمؤشر فإن هذه الأوزان ربما تختلف منذ اليوم الأول ولا تعود متساوية أبداً.

4- يفترض هذا الأسلوب في التوزيع إمكانية الاستثمار في أجزاء الأسهم كما في المثال السابق للسهم س.

ملخص بأسماء أهم مؤشرات الأسهم و طرق تثقيفها مع عدد الأسهم
في كل منها و مصدر أسهمها

اسم المؤشر	الترجيح	عدد الأسهم	المصدر
داو جونز الصناعي	السعر	30	نيويورك و السوق غير المنظم
نيكاي	السعر	225	طوكيو
ستاندارد آند بورز 500	القيمة السوقية	500	نيويورك و السوق غير المنظم
ستاندارد آند بورز الصناعي	القيمة السوقية	400	نيويورك و السوق غير المنظم
نيويورك (NYSE) المركب	القيمة السوقية	2818	نيويورك
نازداك المركب	القيمة السوقية	5575	السوق غير المنظم
فاينانشال تايمز	القيمة السوقية	100	سوق لندن المالي
فاليو لاين المركب	المتساوي	1695	نيويورك و السوق غير المنظم والسوق الأمريكية

5.8. أنواع مؤشرات الأسواق المالية

تطورت المؤشرات و تنوعت بشكل كبير مع التغيرات الاقتصادية العالمية
ويمكن تقسيمها:

أولا : من حيث الوظيفة أو الهدف:

- 1- مؤشرات عامة : تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق. بمختلف القطاعات الاقتصادية و لذلك تحاول أن تعكس الوضع الاقتصادي للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة تتكون من جميع الأسهم المتداولة، و أن جميع القطاعات ممثلة تمثيلا يعكس مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي، فعندئذ يمكن

القول إن البورصة هي المرآة التي تعكس الوضع الاقتصادي للبلد محل الدراسة.

2- مؤشرات قطاعية : حيث تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز الصناعي، ومؤشر ستاندارد آند بورز للخدمات العامة.

3- مؤشرات استثمارية: هي مؤشرات تحسب بناءً على استراتيجيات استثمارية محددة. فعلى سبيل المثال أظهرت عدة دراسات تمت مطلع ثمانينيات القرن الماضي أن أسهم الشركات صغيرة الحجم تحقق عائداً أعلى من العائد الذي تحققه الشركات كبيرة الحجم فيما سمي لاحقاً بتأثير الحجم. دفع ذلك الاكتشاف عدداً من الجهات المصدرة للمؤشرات إلى إصدار مؤشرات استثمارية مثل مؤشر داو جونز للأسهم صغيرة الحجم. كما ظهرت مؤشرات لأسهم النمو وأخرى لأسهم القيمة. إلا أن أحد أهم الابتكارات في عالم المؤشرات هو إصدار مؤشرات أسهم أخلاقية والتي تضم أسهم شركات لا تمارس أنشطة غير أخلاقية كالمتاجرة بالأسلحة أو السجائر... الخ كما تم إصدار مؤشرات مالية إسلامية لمناطق جغرافية معينة وكذلك مؤشر إسلامي عالمي.

4- مؤشرات عالمية: نظراً لاهتمام المستثمرين المتزايد بالاستثمار في الأسواق الناشئة لما تحققه من معدلات نمو مرتفعة وبالتالي عوائد مجزية عمدت مؤسسات مالية كثيرة لاسيما مورجان ستانلي إلى إصدار مؤشرات عالمية لمناطق اقتصادية معينة مثل جنوب شرق آسيا وأوروبا، وكذلك

مؤشرات لعينة منتقاة من مختلف دول العالم. تستخدم هذه المؤشرات العالمية في تقييم أداء صناديق الاستثمار بالأسهم العالمية وكذلك في قياس تكلفة الأموال للشركات متعددة الجنسية.

ثانياً : من حيث إمكانية تداولها:

1- مؤشرات متداولة : نظراً لتطور استخدام المؤشرات واعتمادها في كثير من البورصات كأدوات مالية أصبح بالإمكان تداول تلك المؤشرات كأية ورقة مالية، وكمثال على ذلك مؤشر NIKKEI 225، و مؤشر .NASDAQ 100.

2- مؤشرات غير متداولة: وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل: مؤشر داو جونز و كافة مؤشرات البورصات العربية.

ثالثاً : من حيث طبيعة الأوراق المالية :

- 1- مؤشرات أسواق الأسهم .
- 2- مؤشرات السندات .
- 3- مؤشرات مركبة (أسهم - سندات).

ظهرت بعد مؤشرات الأسهم و مؤشرات السندات المؤشرات المركبة كتطور طبيعي للأسواق المالية و ذلك للحصول على مؤشر يشمل التنوع في أنواع الأوراق المالية بين أسهم و سندات في بلد معين أو على النطاق العالمي و منها:

1 - Merrill lynch-Wilshire capital markets index (ML-WCMI) وهي

مؤشرات مثقلة بالقيمة السوقية تقيس الأداء الإجمالي المشترك لكل من سوق السندات و سوق الأسهم . هذا المؤشر هو مؤشر مشترك لكل من مؤشر السندات Merrill Lynch Fixed-income، و مؤشر Wilshire 5000 الخاص بالأسهم

بحيث يشمل حوالي 10000 ورقة متداولة في أسواق المال الأمريكية بين سندات وأسهم من أكثر من سوق، ويوضح الجدول التالي تركيبة الأوراق المالية التي يشملها هذا المؤشر:

النسبة المئوية من الإجمالي	نوع الورقة أو سوق التداول
10.05%	Treasury
4.40%	Agency bonds
10.25%	Mortgage
8.05%	Corporate
7.74%	OTC Stocks
2.10%	AMEX
57.41%	NYSE

- مؤشر Brinson Partners Global security Market

Index الذي يشمل العديد من الأسهم والسندات الأمريكية و العالمية من دول نامية و متطورة بحيث يعد من أكثر أنواع المؤشرات المالية تنوعا في العالم .

وعليه يمكن القول إن هناك العديد من المؤشرات المختلفة، سواء من حيث طريقة الحساب أو الهدف.

6.8. أمثلة على بعض المؤشرات

أ. مؤشر داو جونز الصناعي:

يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة DOW JONES

INDUSTRIAL AVERAGE من أقدم المؤشرات و أكثرها شيوعا. إذ

نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 تموز من عام 1884، وذلك باسم

الشخص الذي صممه وهو "تشارلز داو" الذي أصبح فيما بعد محرراً للصحيفة نفسها . وقد حُسب المؤشر في البداية على عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية ، ارتفع حجمها إلى 12 سهماً في 26 مايو من عام 1898، ثم إلى 20 سهماً في 1916. وفي عام 1928 أرتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهماً. و منذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة، هذا و تمثل تلك الأسهم 30 شركة (بمعدل سهم لكل شركة) تتسم بارتفاع قيمتها السوقية، وبالعراق، وبضخامة الحجم، وبضخامة عدد المساهمين، وفي البداية كان يحسب المتوسط بقسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها . غير أن اتباع هذه القاعدة أصبح أمراً غير مقبول، خاصة عندما يحدث اشتقاق لأسهم إحدى الشركات داخل العينة، أو عندما تصدر إحدى الشركات أسهما جديدة مقابل التوزيعات مما يؤثر في القيمة السوقية للسهم، ويوضح الجدول التالي الأسهم التي تتكون منها عينة داو جونز منذ عام 1928، وتغيراتها حتى اليوم :

Dow Industrials in 1928	Current Dow Companies	Ticker Symbol	Industry	Year Added to Index
Wright Aeronautical	3M	MMM	Diversified industrials	1978
Alfred Chemical	Acog	AA	Aluminum	1959
North American	American Express	AXP	Consumer finance	1982
Victor Talking Machine	AT&T	T	Telecommunications	1993
International Nickel	Bank of America	BAC	Banking	2008
International Harvester	Boeing	BA	Aerospace & defense	1957
Westinghouse	Caterpillar	CAT	Construction	1991
Texas Gulf Sulphur	Chevron	CVX	Oil and gas	2008
American Sugar	Travelers	TRV	Insurance	2009
American Tobacco	Coca-Cola	KO	Beverages	1987
Texas Corp	DuPont	DD	Chemicals	1935
Standard Oil (N.J.)	ExxonMobil	XOM	Oil & gas	1928
Sears-Roebuck	General Electric	GE	Diversified industrials	1997
General Electric	Cisco Systems	CSCO	Computer equipment	2009
General Motors	Hewlett-Packard	HPQ	Computers	1997
Chrysler	Home Depot	HD	Home improvement retailers	1999
Atlantic Refining	Intel	INTC	Semiconductors	1999
Paramount Public	IBM	IBM	Computer services	1970
Bethlehem Steel	Johnson & Johnson	JNJ	Pharmaceuticals	1997
General Railway Signal	JPMorgan Chase	JPM	Banking	1991
Mack Trucks	Kraft Foods	KFT	Food processing	2008
Union Carbide	McDonald's	MCD	Restaurants	1985
American Smelting	Merck	MRK	Pharmaceuticals	1979
American Can	Microsoft	MSFT	Software	1999
Postum Inc	Pfizer	PFE	Pharmaceuticals	2004
Nash Motors	Procter & Gamble	PG	Household products	1932
Goodrich	United Technologies	UTX	Aerospace	1999
Radio Corp	Verizon	VZ	Telecommunications	2004
Woolworth	Wal-Mart	WMT	Retailers	1997
U.S. Steel	Walt Disney	DIS	Broadcasting & entertainment	1991

تتضمن العينة التي يقوم عليه مؤشر ستاندارد أند بور S&P 500 من 500 سهم تمثل 400 شركة صناعية، 40 شركة خدمات عامة (كالكهرباء والماء)، 20 شركة للنقل، 40 شركة مالية، و كلها شركات كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى البورصات الكبرى أو في السوق غير المنظمة وقد اشتق من هذا المؤشر: مؤشر الصناعة 400 (سهماً)، و مؤشر شركات الخدمات العامة 40 (سهماً)، و مؤشر النقل 20 (سهماً)، و مؤشر الشركات المالية 40 (سهم) وعلى عكس مؤشر داو جونز، لا يعتبر مؤشر ستاندارد أند بورز 500 متوسطاً بل رقماً قياسياً، فترة الأساس فيه 1941 (- 1943)، و أعطي للمؤشر فيها قيمة جزافية مقدارها 10، وكما سبقت الإشارة فإن المؤشر المذكور هو واحد من بين المؤشرات التي تحسب على أساس التثقيف بالقيمة، وعلى عكس مؤشر داو جونز لا يتأثر مؤشر ستاندارد أند بورز بالاشتقاق أو تجزئة الأسهم، ذلك أنه يعدل أدائه آلياً. ففي حالة الاشتقاق مثلاً يعوض انخفاض السعر الزيادة في عدد الأسهم و هو ما يعني عدم حدوث أي تغير في القيمة الكلية للشركة.

ت. مؤشر سوق الأوراق المالية في دمشق DWX.

أحدثت سوق دمشق للأوراق المالية بموجب مرسوم تشريعي عام 2006 بهدف توفير المناخ المناسب لتسهيل استثمار الأموال وتوظيفها وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي، و بدأت فعليا بالعمل في آذار عام 2009 بست شركات مدرجة فقط هي بنك ييمو السعودي-الفرنسي، وبنك سورية والمهجر، والمجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق، والبنك العربي-سورية، والشركة الأهلية للنقل، وبنك عودة سوريه ثم ارتفع عدد الشركات المدرجة في العام 2013 إلى 22 شركة.

يعتبر مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية من المؤشرات التي تعتمد مدخل التثقيف بالقيمة السوقية للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل، وتتكون عينة المؤشر من جميع الشركات المدرجة في السوق الموازي والنظامي ولاحتساب المؤشر نستخدم المعادلة التالية :

$$DWX = \sum \frac{\text{متوسط سعر السهم} \times (\text{عدد الأسهم للشركة})}{\text{سعر الأساس للسهم} \times (\text{عدد الأسهم للشركة})} \times \text{المعامل}$$

و المعامل هو 1000 وهو القيمة التي انطلق منها المؤشر، و يتم تعديل المعامل عند إدخال أو إخراج شركة من العينة وفق المعادلة التالية:

$$\text{المعامل الجديد} = \text{المعامل} \times \frac{\text{المؤشر قبل التعديل}}{\text{المؤشر بعد التعديل}}$$

حيث إن التغير في المعامل يساهم في تمكين المؤشر من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار الأسهم.

سعر الأساس = متوسط سعر السهم لآخر جلسة قبل إدخاله في معادلة احتساب المؤشر، حيث تم تحديد تاريخ 2009/12/31 كفترة أساس. ومن الجدير ذكره أنه عند إدراج الأوراق المالية لشركة ما لأول مرة، فإن هذه الورقة لن تدخل في احتساب المؤشر إلا في الجلسة التي تلي حصول تداول عليها، أي بعد حصولها على سعر وسطي.

وتحسب نسبة التغير في المؤشر بناء على قيمة إغلاقه في الجلسة السابقة.

7.8. مؤشرات السندات.

تعتبر مؤشرات السندات حديثة نسبياً كما زادت أهمية هذه المؤشرات خاصة بعد نمو الصناديق الاستثمارية ذات العائد الثابت (سندات)، وبالتالي الحاجة إلى مقياس لتقييم أداء هذه الصناديق لأن العائد على السندات يعتمد بشكل كبير على مؤثرات خارجية، وبشكل خاص التغيرات التي تطرأ على أسعار الفائدة. وهذا ما يجعل من الصعب قياس نجاح مدراء الاستثمار، فأفضل مدراء الاستثمار سوف يحقق خسائر في حال ارتفاع أسعار الفائدة. لذلك عملت بنوك الاستثمار الرئيسية على بناء مؤشرات لتحكم على الأداء العام لحفظة سندات افتراضية، ويعتبر تكوين و بناء مؤشرات السندات أصعب بكثير من مؤشرات أسواق الأسهم لأسباب منها:

أ. إن السندات أكثر تنوعاً وانتشاراً من الأسهم بدءاً من السندات التي تصدرها الحكومات المختلفة وصولاً إلى سندات الشركات بتصنيفاتها الائتمانية المختلفة.

ب. إن عالم السندات يتغير بشكل مستمر بسبب الإصدارات الجديدة و استحقاق الإصدارات القديمة.

ت. عدم ثبات أسعار السندات الفردية و محفظة السندات لأنها تتأثر بأجل الاستحقاق، و أسعار الفائدة السائدة بالسوق التي تتغير باستمرار والحاجة الدائمة لتعديل أسعار سندات المؤشر بشكل صحيح مقارنة مع الإصدارات الجديدة.

وفي الولايات المتحدة هناك ثلاث مجموعات رئيسية من مؤشرات السندات:

1. مؤشرات السندات الأمريكية ذات الدرجة الاستثمارية العالية

- U.S. INVESTMENT

و GRADE تشمل السندات ذات الدرجة الائتمانية المرتفعة (BBB) أو

أعلى و تعتبر درجة الارتباط بين هذه المؤشرات بعضها البعض مرتفعة جداً.

2. مؤشرات السندات الأمريكية ذات العائد المرتفع HIGH-YIELD BOND

INDEXES تعتبر من أسرع المؤشرات تطوراً في السنوات الماضية و تشمل على السندات التي تصنيفها (C) (CC) (CCC) (B) (BB)، وتعتبر درجة الارتباط بين هذه المؤشرات بعضها إلى بعض أضعف بالمقارنة مع الشريحة السابقة.

3. مؤشرات السندات الحكومية العالمية GLOBAL GOVERNMENT BOND INDEXES.

كل المؤشرات أنفة الذكر تقيس معدل العائد الإجمالي لمحظة المؤشر ومعظم هذه المؤشرات تعتمد التثقيف بالقيمة السوقية.

طرق احتساب مؤشرات السندات:

أهم طرق احتساب مؤشرات السندات :

1- مؤشر السندات السعري:

يتم حساب هذا النوع من المؤشرات لسندات دولة معينة أو لسندات قطاع معين، وبشكل عام يتم احتسابه بالاعتماد على سعر السند مع العلم أنه في سنة الأساس يعطى المؤشر قيمة 100 نقطة وفق القانون التالي:

$$BPI_{j,t} = BPI_{j,t-1} \frac{\sum_{i=1}^n P_{j,it} Q_{j,it-1}}{\sum_{i=1}^n P_{j,it-1} Q_{j,it-1}}$$

حيث :

$BPI_{j,t}$: مؤشر أسعار السندات للبلد J و T الزمن التي تم قياس المؤشر بها .

$BPI_{j,0} : 100$.

$P_{j,it}$: السعر السوقي بالدولار للسند I في الزمن I .

$Q_{j,it}$: حجم الإصدار من السند I في الزمن T .

2- مؤشر العائد الإجمالي :

يحسب هذا المؤشر كالتالي:

$$BTRI_{j,t} = BTRI_{j,t-1} \frac{\sum_{i=1}^n (P_{j,it} + A_{j,it} + G_{j,it}) Q_{j,it-1}}{\sum_{i=1}^n (P_{j,it-1} + A_{j,it-1}) Q_{j,it-1}}$$

$BPI_{j,t}$: مؤشر العائد الإجمالي في الزمن T والبلد J .

$BPI_{j,0} : 100$.

$A_{j,it}$: الفائدة المجمعة حتى تاريخ التسوية T والبلد J .

$G_{j,it}$: قيمة أي دفعات كوبون تمت للسند I للتسويات العادية حتى الزمن T .

$Q_{j,it}$: حجم الإصدار من السند I في الوقت T .

تتميز هذه الطريقة عن الطريقة السابقة بأنها تأخذ بعين الاعتبار قيمة دفعات

الكوبونات (الفوائد)، و ليس فقط القيمة السوقية كما في النوع الأول .

بالإضافة إلى الطريقتين السابقتين من حيث المبدأ توجد عدة طرق مشابهة

لكنها أكثر تعقيدا من الطرق السابقة تعتمد على معادلات انحدار متعددة المتغيرات

والمراتب، وتعتبر طريقة حساب مؤشرات السندات أكثر صعوبة من طرق حساب مؤشرات الأسهم بشكل عام.

وفيما يلي نشرة لأهم أسعار مؤشرات السندات الصادرة عن صحيفة Financial times الصادرة بتاريخ 2011\04\29 حيث تبين اسم المؤشر - رقم التعريف - قيمة المؤشر - التغير اليومي بالقيمة السوقية - التغير الشهري - التغير السنوي بالقيمة السوقية - العائد الشهري - العائد السنوي، على التوالي:

BOND INDICES

		Index	Day's change	Month's change	Year change	Return 1 month	Return 1 year
Markit iBoxx Apr 29							
Overall (£)	211	217.67	-	1.85	1.64	1.59	7.42
Overall (\$) †	192	193.90	0.18	1.11	1.46	1.11	1.46
Overall (€)	167	167.37	0.17	0.64	-0.16	0.47	-0.07
Global Inflation-Lkd †	208	223.93	0.73	4.05	7.88	4.33	13.59
Gilts (£)	212	218.68	-	1.79	0.95	1.45	7.79
Corporates (£)	210	218.41	-	2.17	3.75	2.12	7.27
Corporates (\$) †	201	205.26	0.05	1.36	2.48	1.36	2.48
Corporates (€)	166	168.01	0.07	0.97	0.99	0.93	1.97
Treasuries (\$) †	187	188.92	0.25	1.10	1.03	1.10	1.03
Eurozone Sov (€)	166	166.21	0.22	0.54	-0.60	0.31	-0.73
ABF Pan-Asia unhedged	154	161.16	0.11	2.23	4.22	2.55	9.83
FTSE Apr 29							
Sterling Corporate (£)	86	103.24	0.45	1.21	1.55	1.71	7.20
Euro Corporate (€)	327	100.40	-0.02	0.18	-2.10	0.57	2.27
Euro Emerging Mkts (€)	16	91.10	0.18	0.18	-1.36	0.69	4.47
Eurozone Gov't Bond	248	97.62	0.06	-0.54	-4.88	-0.15	-0.92
CREDIT INDICES							
		Index	Day's change	Week's change	Month's change	Series high	Series low
Markit iTraxx Apr 28							
Europe 5Y		96.47	-1.59	-2.53	-5.34	104.15	94.21
Crossover 5Y		353.19	-9.01	-10.92	-33.57	387.87	353.19
HiVol 5Y		135.34	-1.41	-2.04	-4.88	142.17	132.27
Japan 5Y		123.19	-	-2.81	-15.94	143.44	121.57
SovX CEEMEA 5Y		186.75	-2.92	-5.00	-9.25	206.00	180.00
SovX Western Europe 5Y		187.17	-6.90	-9.30	15.33	200.25	157.41
Markit CDX Apr 28							
Emerging Markets 5Y		203.71	-3.05	0.13	-1.78	222.00	192.82
Nth Amer Inv Grade 5Y		89.55	-2.09	-3.52	-6.27	96.76	89.55
Nth Amer High Yld 5Y		428.36	-5.80	-11.10	-23.43	453.18	428.36
Nth Amer HiVol 5Y		148.33	0.08	-0.60	-5.87	154.20	148.25

Websites: markit.com, ftse.com. All indices shown are unhedged. Currencies are shown in brackets after the index names. † Apr 28



الفصل التاسع: كفاءة سوق الأوراق المالية





1.9. مفهوم كفاءة السوق.

يعتبر موضوع كفاءة سوق الأوراق المالية من أكثر المواضيع تداولاً و أهمية منذ سبعينيات القرن الماضي . وعلى الرغم من المعاني المختلفة لسوق الأوراق المالية فإن كفاءة السوق المالية تعني أن يعكس سعر الورقة المالية جميع المعلومات المتاحة و المتعلقة بالسهم. ونظراً لأن هذه الفرضية فرضية قوية فإن الشرط الضروري الذي يجب تحقيقه حتى يتوفر للمستثمر الحافز لتداول الورقة المالية (حتى يصل إلى المستوى الذي يعكس عنده سعر الورقة المالية) هو أن تكون تكلفة الحصول على المعلومات و التداول عليها منخفضة. ونظراً لأن هذه التكاليف موجبة حكماً، فإن تعريفاً أنسب لكفاءة السوق المالية هو أن سعر الورقة المالية يعكس المعلومات المرتبطة بالسهم حتى تصبح التكلفة الحدية للحصول على المعلومات و التداول عليها مساوية للمنفعة الحدية لتداول الورقة المالية.

وبينما يشترط بعض الباحثين أن تعكس أسعار الأوراق المالية المعلومات الأساسية المرتبطة بالأوراق المالية حتى يكون السوق كفؤاً، فإن معظم الاختبارات المرتبطة بكفاءة السوق تركز على سرعة استيعاب السعر للمعلومات الجديدة أكثر من تركيزها على دقة هذا الاستيعاب. يمكن أن نطلق على فرضية قدرة الأسعار على عكس المعلومات الأساسية المرتبطة بالأوراق المالية فرضية "عقلانية السوق" لتمييزها عن فرضية كفاءة السوق.

في ظل السوق الكفء تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة بحيث تعكس تماماً القيمة الحقيقية للسهم أي: القيمة السوقية = القيمة الحقيقية. بمعنى أن السهم غير مقيم بأعلى من قيمته (Over-valued) أو بأقل من قيمته (Under-valued)، و بالتالي لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق ربحاً غير عادي يفوق ربح

زملائه لأن العائد يكفي بالتمام لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الأوراق المالية محل الصفقة، أي أن كل معلومة جديدة ترد إلى السوق سوف تؤثر من جديد في القيمة السوقية للسهم فيما أن ترفع السعر أو تخفضه.

2.9. متطلبات السوق المالي الكفاء.

لكي تتحقق الكفاءة في السوق المالية ينبغي توفر ثلاث سمات أساسية هي:

- 1- كفاءة التسعير Price Efficiency
- 2- كفاءة التشغيل Operational Efficiency
- 3- كفاءة التخصيص Allocational Efficiency

وسنقدم فيما يلي شرحاً موجزاً للسمات الثلاثة:

1 - كفاءة التسعير Price Efficiency

يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى السوق بسرعة ودون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة وبدون تكلفة أي أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على المعلومات وبذلك تصبح السوق عادلة أمام الجميع.

2 - كفاءة التشغيل Operational Efficiency

يقصد بها أن السوق قادرة على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مبالغ فيه*.

*يتضح لنا أن كفاءة التسعير تعتمد على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المعلومات الواردة للسوق ينبغي أن تكون التكاليف التي يدفعها المستثمرون لإتمام الصفقات عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة وبالطبع إذا كانت تكلفة المعلومات مرتفعة سوف يكون العائد المتوقع ضئيلاً.

3- كفاءة التخصيص: Allocational Efficiency

أي أن يتوافر في السوق إمكانية توجيه الاستثمارات نحو المشاريع الأكثر ربحية وحجبها عن المشاريع الأقل ربحية بالاعتماد فقط على سلوك المستثمرين. وهذا يتطلب توفر عدد ملائم من الأوراق المالية بما يسمح بتوزيع المخاطر و قيام المشاريع الأكثر كفاءة.

3.9. صيغ (مستويات) كفاءة السوق المالي.

تقسم كفاءة السوق إلى ثلاثة مستويات:

1- المستوى الضعيف Week form

2- المستوى المتوسط (شبه القوي) Semi-Strong form

3- المستوى القوي Strong form

1- المستوى الضعيف Weak form :

وفقاً لهذا المستوى فإن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات المرتبطة بالتداول (كالأسعار التاريخية وحجم التعاملات السابقة)، وإن أي محاولة للتنبؤ بأسعار الأسهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تنجح لأن التغيرات في الأسعار تأخذ شكلاً عشوائياً أي أن عوائد الأسهم المستقبلية تكون مستقلة عن العوائد التاريخية ولا يوجد بينها أي ترابط*.

وبناءً على ذلك لا يمكن للمستثمرين أن يحققوا أرباحاً غير عادية من خلال تحليل الحركة التاريخية للأسعار وعندها يصبح التحليل الفني (الذي يعتمد على المعلومات التاريخية عن السوق دون الخوض في التنبؤ بالمستقبل) عديم الجدوى.

*أوضحت الدراسات التي قام بها العديد من الباحثين بأن حركة الأسعار هي حركة عشوائية وأن العلاقة مفقودة فيما بينها أي لا يوجد بين حركة الأسعار المتتالية وبالتالي لا يحقق أحد الأرباح على حساب الآخرين وهو ما جاء ضمن نظرية سميث الحركة العشوائية

اقترح فاما (Fama 1991) تسمية الدراسات الخاصة بالمستوى الأول (المستوى الضعيف) بالدراسات الخاصة بالتنبؤ بالعوائد **Test for Return Prediction** لتشمل دراسة الظواهر الشاذة **Anomalies**، والتأثير الموسمي كأثر يناير **January effect** وأثر القيمة و الحجم،...الخ. ومن أكثر أساليب اختبار المستوى الضعيف للكفاءة أسلوب معاملات الارتباط و معادلات الانحدار بين الأسعار الحالية و السابقة واختبار جذر الوحدة واختبار التكرارات.

وفي دراسة أجراها موصلي والسمان (2013) لاختبار المستوى الضعيف لكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية من (2010/1/4) و حتى (2011/6/21). باستخدام اختباري الارتباط المتسلسل و جذر الوحدة و كذلك بالاعتماد على اختبار أكيمنتد ديكيفولر المطور **Augmented Dickey-Fuller Test** والمقترح من قبل Engle and Granger (1987)، توصل الباحثان إلى أن تحركات أسعار الأسهم غير عشوائية و بالتالي فإنسوق دمشق للأوراق المالية غير كفؤ عند المستوى الضعيف.

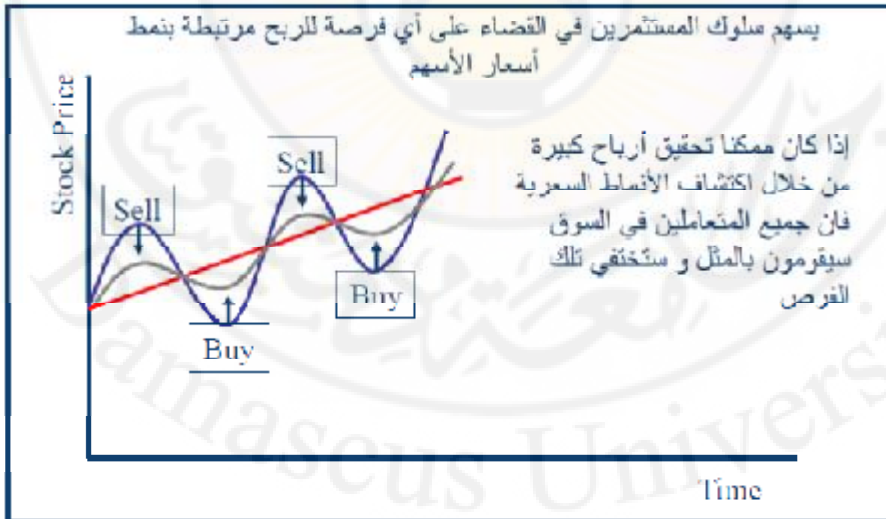
إن وجود أنماط غير عشوائية لتحركات أسعار الأسهم يعني أن السوق غير كفؤ حسب المستوى الضعيف. لذا يمكن اختبار المستوى الضعيف لكفاءة السوق من خلال البحث عن أنماط غير عشوائية في أسعار الأسهم. من هذه الأنماط غير العشوائية الملاحظة في الأسواق المالية أن الأسهم صغيرة الحجم (منخفضة القيمة السوقية) تحقق عائداً مرتفعاً في شهر كانون الثاني فيما يسمى بظاهرة يناير. كما أن الأسهم عادة ما تحقق عائداً أعلى في أيام الجمع منها في أيام الإثنين فيما يسمى بظاهرة عطلة نهاية الأسبوع. كم أن الأسهم عادة ما تحقق عائداً أعلى في أيام التداول التي تسبق العطلات فيما يسمى بظاهرة العطلات. فإذا كان بمقدور المستثمرين الاستفادة من تلك الظواهر

لتحقيق أرباح غير عادية فإنه يمكن القول إن السوق غير كفؤ حسب المستوى الضعيف.

و في كثير من الحالات كانت تختفي تلك الظواهر بعد اكتشافها من قبل المستثمرين.

يمكن أن يجادل آخرون بأن السوق المالية غير كفؤة بالنظر إلى التصحيحات السعرية الكبيرة التي تحدث في السوق من حين لآخر. فخلال القرن العشرين تراجعت السوق المالية (مقاسة بمؤشر داو جونز الصناعي) في أكثر من 100 يوم بنسبة 10% أو أكثر. كما تراجعت السوق المالية في أكثر من 300 يوم بأكثر من 5%. عادة ما تتبع تلك التراجعات الكبيرة ارتفاعات كبيرة أيضا مما يعني أن تلك الارتفاعات ربما كانت مبالغاً فيها أصلاً.

نمط لتحرك الأسعار



2- المستوى المتوسط (شبه القوي) Semi Strong form :

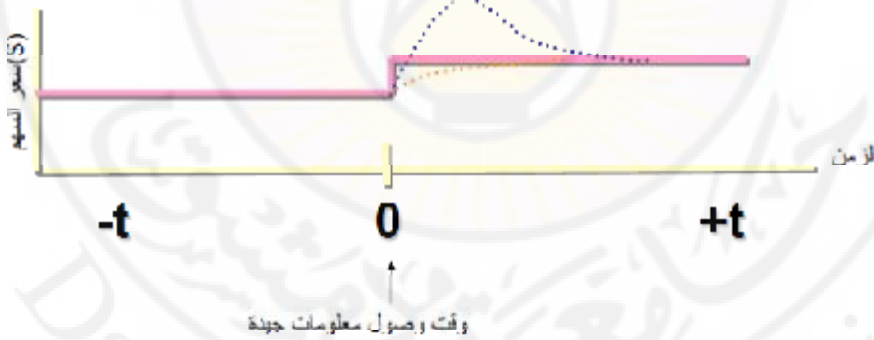
وفقاً لهذا المستوى فإن أسعار الأسهم في السوق تعكس جميع المعلومات العامة. والفرق بين هذه المعلومات العامة و المعلومات المرتبطة بالتداول تأتي كافة المعلومات العامة المتاحة للجمهور والتي تتمثل في الأحداث الاقتصادية والسياسية على المستوى العالمي - ظروف الشركة - التقارير المالية - الظروف الاقتصادية والسياسات الاقتصادية على المستوى الوطني. ومن المثير للدهشة أن الكثير من الدراسات تشير إلى أنه يمكن التنبؤ بعوائد السهم من خلال بعض النسب المالية للشركة مصدره السهم مثل مكرر السعر الايراد، و القيمة السوقية للشركة . مما يطرح شكوكا في كفاءة السوق المالية وفق المستوى شبه القوي ويستدعي تسمية تلك المشاهدات بالحالات الشاذة (anomalies).

في ظل هذا المستوى من الكفاءة لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق عوائد غير عادية لأن سعر السهم يعكس جميع المعلومات العامة المرتبطة بالسهم . لذا فإن التحليل الأساسي (الذي يهتم بتحليل البيانات والمعلومات على المستوى العالمي ومستوى الاقتصاد الوطني ومستوى الصناعة وأخيراً على مستوى الوحدة الاقتصادية) بهدف تحديد العائد والمخاطر المصاحبة للاستثمار في سهم معين، يصبح غير ذي جدوى.

فإذا كانت السوق كفؤة حسب المستوى شبه القوي فإن السوق كفؤة حسب المستوى الضعيف. لكن من الممكن أن تكون السوق كفؤة حسب المستوى الضعيف لكنها غير كفؤة حسب المستوى شبه القوي.

اعتمد الباحثون في اختبار المستوى شبه القوي لكفاءة السوق على تقييم رد فعل سعر السهم للإعلانات التي يفترض أن تؤثر في سعر السهم باستخدام أسلوب

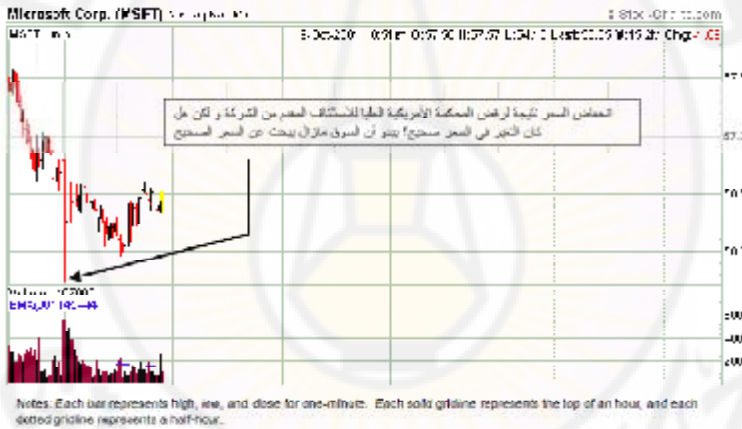
دراسة الحالة. بعض تلك الإعلانات مرتبطة بالشركة مثل: إعلان زيادة مبلغ التوزيعات السنوية، إعلان استحواذ الشركة على شركة أخرى، أو إعلان تجزئة السهم. والبعض الآخر مرتبط بالاقتصاد بأكمله: كإعلان البنك المركزي تخفيض أسعار الفائدة. وعادة ما تعكس أسعار الأسهم في الأسواق المالية المتقدمة تلك الإعلانات على الفور و بالقدر المناسب بمعنى أن استجابتها لتلك الإعلانات تكون تامة وتخلو من ردود الفعل المغالى بها (إيجابا وسلبا). لذا فضّل فاما (Fama 1991) تسمية المستوى شبه القوي بدراسة الحدث **Event Studies** لتشمل دراسة تأثير أحداث سياسية أو اقتصادية أو اجتماعية (سواء على المستوى الكلي أو على مستوى المنشأة) في الأسعار في السوق، من خلال محاولة قياس كيفية استيعاب السوق للمعلومات الناتجة عن ذلك الحدث.



فعلى سبيل المثال يلاحظ إمكانية تحقيق أرباح غير عادية عند الاستثمار في الإصدارات الأولى من الأسهم بحيث إن العائد في اليوم الأول الذي يلي الإصدار يكون مرتفعاً للغاية. وأحد الأسباب المقدمة لتفسير تلك الظاهرة هي أن بنوك الاستثمار تميل إلى تسعير الأوراق المالية التي تتعهد بتغطيتها بأقل من قيمتها الحقيقية سببين: الأول

لكي تضمن بيع ذلك الإصدار، والثاني حتى تحمي مصالح المستثمرين عبر تجنب التسعير المغالى فيه لقيمة السهم.

يمكن أن يردّ على ذلك التحليل لبعض المحللين الماليين بالقول إن المستثمرين لن يُقبلوا على تلك الإصدارات الجديدة من الأسهم إلا إذا كانت الأسعار منخفضة مما يجعل العائد على الاستثمار في تلك الاصدارات مرتفعاً لتعويض المستثمرين عن نقص المعلومات المتوفرة عن الشركة و عن المخاطر المحتملة. وبالتالي فإن العوائد التي يحققها المستثمرون في هذه الحالة لا تعني بالضرورة أن السوق المالي غير كفؤة.



3- المستوى القوي Strong form :

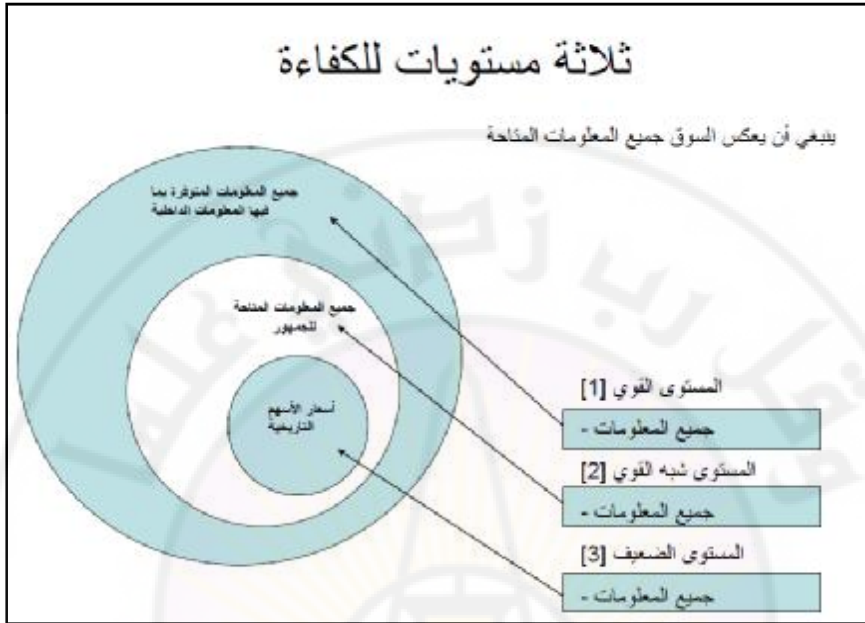
وفقاً لهذا المستوى فإن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتعلقة بالسهم العامة والخاصة (الداخلية) التي تتاح للبعض من مساهمي الشركة وأعضاء مجلس الإدارة. بناء على ذلك يستحيل على أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين بيد أنه في الواقع العملي لا تتوافر الظروف اللازمة لتحقيق ذلك

الغرض. وإذا كانت السوق المالية كفؤة حسب المستوى القوي فإنه لا بد وأن تكون كفؤة حسب المستوى شبه القوي إلا أن العكس غير صحيح بالضرورة.

وتتيح المعلومات الداخلية للمتعاملين عليها (مدراء أو أعضاء مجلس إدارة) وضعاً مميزاً عن باقي المستثمرين بمنحهم فرصة التربح من معرفتهم لمعلومات غير متاحة للجمهور. فعلى سبيل المثال لو علم أحد موظفي شركة ما أن أخباراً جيدة ستعلن للجمهور فإنه سوف يقبل على شراء أسهم الشركة أو ينصح أصدقائه بذلك. ورغم أن هذا السلوك يُعدّ مخالفاً للقانون فإنه ممكن الحدوث و يخلق اختلالات كبيرة في السوق.

في ظل المستوى القوي يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أية لحظة وبدون أية اختلافات. عندها تكون السوق قد وصلت إلى أعلى درجات التطور وهذا يعكس التطور الاقتصادي والاجتماعي الذي وصلت إليه البلاد.

إن اختبار المستوى القوي للكفاءة أمر صعب نظراً لعدم توفر المعلومات الداخلية للجمهور وإلا لما كانت داخلية. إلا أن التداول المعتمد على هذه المعلومات يحقق بسهولة عوائد غير عادية. فعلى سبيل المثال: توجد أدلة واضحة على أن أسعار أسهم الشركات المستهدفة بالاستحواذ ترتفع بشدة عند إعلان الاستحواذ. فلو أقدم الداخليون (من لديه معلومات داخلية) على شراء أسهم تلك الشركات قبل غيرهم فإنه يصبح بمقدورهم تحقيق عوائد غير عادية. إلا أن المتاجرة المعتمدة على المعلومات الداخلية تعتبر مخالفة للقانون.



4.9. استراتيجيات الاستثمار في الأسهم. Stock Investment Strategies.

بالاعتماد على مفهوم كفاءة السوق المالية يمكن تقسيم استراتيجيات الاستثمار بالأسهم إلى:

1- استراتيجية الاستثمار الحذرة Passive Investment Strategy

2- استراتيجية الاستثمار النشطة Active Investment Strategy

1- استراتيجية الاستثمار السلبية Passive Investment Strategy:

تقوم هذه الاستراتيجية على مجموعة من النقاط الهامة والأساسية:

- يعتقد المستثمر وفقا لهذه الاستراتيجية بأن السوق المالية هي سوق كفؤة.
- تستند إلى شراء مزيج من الأوراق المالية المتنوعة والتي يعتقد بأنها لن تتغير على المدى الطويل.

- يتم شراء الأوراق بغرض الاحتفاظ بها لفترة زمنية طويلة.
- إن التنوع في الأوراق المالية يؤدي إلى تقليل المخاطر غير المنتظمة (المخاطر المرتبطة بالشركات أو الصناعات التي تتعرض لها المحفظة).
- إن هذه الاستراتيجية تضمن انخفاض تكاليف الصفقات كونها تعتمد على تداول الأوراق المالية في فترات متباعدة.

بالمقابل تنخفض تكاليف الحصول على المعلومات التي يسعى إليها عادة العديد من المستثمرين وفق الاستراتيجية النشطة كون المستثمرين وفقا لهذه الاستراتيجية يعتقدون أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة. ومن الأمثلة الشائعة على هذه الاستراتيجية صناديق المؤشرات حيث يتم تكوين محفظة من الأسهم بتركيب مماثل لأحد مؤشرات السوق المعروفة و الاحتفاظ بها و عدم تغييرها إلا إذا تغير تركيب المؤشر نفسه، و الذي يحدث مراجعة تركيبه عادة كل ستة أشهر.

2- استراتيجية الاستثمار النشطة Active Investment Strategy:

تقوم هذه الاستراتيجية على الأسس التالية:

- التداول النشط للأوراق المالية (البيع والشراء خلال فترة قصيرة) بهدف تحقيق عوائد مجزية أي الاستفادة من التقلبات في أسعار الأوراق المالية لتحقيق أرباح رأسمالية.
- هدف المستثمر عند الاستثمار وفقا لهذه الاستراتيجية هو تحقيق عوائد كبيرة تتناسب مع درجة المخاطرة التي يتعرض لها نتيجة الاستثمار في أوراق مالية معرضة لتقلبات كثيرة.

- يحرص المستثمرون وفقاً لهذه الاستراتيجية بشدة على متابعة المؤشرات وحالة السوق ربما عدة مرات يومياً للاستفادة من أي ارتفاع في الأسعار لتحقيق عائد مجزٍ وتجنب أي انخفاض حاد من خلال البيع والتخلي عن الأوراق التي يلاحظون انخفاض أسعارها.

- نظراً لأن المستثمر يقوم بعقد العديد من الصفقات خلال فترة قصيرة (بيع أو شراء) فإن المصاريف الناتجة عن تبني هذه الاستراتيجية (لاسيما مصاريف التداول) أعلى بالمقارنة مع تلك في استراتيجية الاستثمار الحذرة.

يعتقد المستثمر وفقاً لهذه الاستراتيجية أن السوق غير كفؤة وأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس جميع المعلومات المرتبطة بتلك الأوراق المالية، لذا تراهم يبحثون عن الأوراق المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية ليشتروها، و تلك المقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية فيبيعوها. ومن الأمثلة الشائعة على هذه الاستراتيجية صناديق الاستثمار في الأسهم حيث يتم دفع تعويضات و مكافآت مرتفعة لإدارات الصندوق التي تحقق عائداً أعلى من عائد السوق عبر التداول المستمر و البحث عن الأسهم المربحة.

5.9. تطبيقات مفهوم كفاءة السوق.

- بالنسبة للمحلل المالي : إذا كانت السوق كفؤة، فما هي مساهمة المحلل المالي؟ لابد أن تكون هذه المساهمة الحدية صفراً، لأنه لن يكون قادراً على اكتشاف الأوراق المالية غير المقيمة بقيمتها الحقيقية و بالتالي لن تكون من قيمة مضافة على المحفظة التي تديرها. يبقى أن المساهمة الكلية للمحللين الماليين في المجتمع ينبغي أن تكون موجبة نظراً لأنهم يتدخلون في الأسواق بما يساهم في اكتشاف الأسعار الحقيقية.

- بالنسبة لمدير الاستثمار: إن قرارات الاستثمار التي يتخذها مدير الاستثمار في الشركات تعتمد بالأساس على الإشارات القادمة من السوق المالية. فإذا كانت السوق كفاءة فإن تكلفة الحصول على أموال إضافية ستعكس حقيقة مستقبل أعمال الشركة مما يعني أن الشركات ذوات الفرص الاستثمارية الحقيقية تستطيع الحصول على التمويل اللازم بتكلفة عادلة تعكس الفرص الحقيقية. وبالتالي سيتم اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح و عندها يقال إن السوق تحقق التخصيص الكفء للموارد.

- بالنسبة للمدير المالي: عند تأمين أموال إضافية للشركة يختار المدير المالي بين التمويل بأسهم أو التمويل بالدين

فإذا كانت السوق كفاءة، فإن تكلفة التمويل بالأسهم ستكون كلفة عادلة لأن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة. وبالتالي فإن المدير المالي لن يشعر أبداً أن سهم شركته مقيم بأكثر أو أقل من قيمته الحقيقية في أي وقت ولا حاجة لتوقيت السوق عند إصدار الأسهم. وبشكل أعمق: إذا كانت السوق كفاءة ستتساوى تكلفة تمويل نفس المشروع بين بدائل التمويل المختلفة، ولن تكون طريقة تمويل أفضل (أرخص) من أخرى.

- بالنسبة لمدير التسويق: ربما يرغب مدير التسويق في الترويج لأسهم شركته في جريدة وول ستريت مركزاً على أداء الشركة خلال السنوات السابقة، فإذا كانت الأسواق كفاءة فلا حاجة لهذا الإعلان لأن أسعار الأسهم يجب أن تكون قد عكست هذه المعلومات. ولن يكون هناك تأثير لهذا الإعلان وسيصبح الإعلان كمن يحرق أموالاً. بمعنى آخر، إذا كانت الأسواق كفاءة فلن تستطيع تلك الإعلانات خداع المستثمرين.

- بالنسبة لمحاسبي الشركة: هل سيكون لتغيير الممارسات المحاسبية (طرق اهتلاك: ثابت أو متسارع) أثر في سعر سهم الشركة؟ الإجابة في السوق الكفؤة هي لا حسب المستوى شبه القوي. لأن المحللين الماليين العقلانيين لا يتأثرون بهذه التغييرات وهم يعتمدون على أرقام يحدونها بأنفسهم ولا تتأثر بهذه التعديلات. لذا لن تؤثر هذه التغييرات في رأي المحللين الماليين و لا بتقييمهم لسعر سهم الشركة.

أسئلة:

1. ماهو الفرق بين المستوى الضعيف، شبه القوي، و القوي لكفاءة السوق؟
2. كيف يمكن اختبار المستوى الضعيف لكفاءة السوق؟
3. كيف يمكن اختبار المستوى شبه القوي لكفاءة السوق؟
4. أي مستويات الكفاءة الأصعب اختبارا؟ ولماذا؟
5. ما الفرق بين استراتيجية الاستثمار السلبية و النشطة؟ و ما مدلولات كل منها فيما يخص كفاءة السوق المالية؟
6. أي من الحالات التالية يعد دليلا على عدم كفاءة السوق وفق المستوى الضعيف:

- (a) متوسط العائد الذي يحققه المستثمر أعلى من الصفر
- (b) معامل الارتباط بين العائد الذي يحققه المستثمر في أسبوع ما و العائد الذي يحققه في الأسبوع الذي يليه يساوي الصفر.
- (c) يستطيع المستثمر تحقيق أرباح غير عادية من خلال شراء الأسهم التي ارتفعت أسعارها 10% و بيع تلك التي انخفضت أسعارها بمعدل 10%.

(d) يستطيع المستثمر تحقيق أرباح رأسمالية غير عادية من خلال الاحتفاظ
بأسهم الشركات ذات توزيعات الأرباح المنخفضة.
7. أي من الحالات التالية يعد دليلا على عدم كفاءة السوق وفق المستوى شبه
القوي:

- (a) لا يحقق مدراء صناديق الاستثمار بالمتوسط عائدا مرتفعا
- (b) لا تستطيع تحقيق أرباحا غير عادية عبر شراء (أو بيع) الأسهم بعد إعلان
ارتفاع مفاجئ في توزيعات أرباحها.
- (c) تحقق أسهم الشركات ذات مكرر السعر الإيراد المنخفض عوائد غير
عادية مرتفعة.
- (d) حقق 50% من صناديق التقاعد في عام ما عائدا أعلى من عائد
السوق.



الفصل العاشر: التلاعب والانحرافات في سوق الأوراق المالية





1.10. مقدمة.

يعرّف التلاعب في الأسواق المالية : بأنه الممارسات التي تدفع المستثمرين إلى اتخاذ قرارات بيع و شراء للأوراق المالية بناءً على معلومات كاذبة تغرر بهم و تلحق بهم خسائر كبيرة. وقد يُمارس هذا التلاعب إدارات الشركات بهدف تضخيم أرباح الشركة أو إخفاء خسائرها، و بالتالي الحصول على تعويضات و مكافآت أكثر. كما قد يصدر التلاعب من قبل كبار المستثمرين و المتخصصين في السوق المالية بهدف تحقيق الأرباح أو تجنب الخسائر.

تحدد القواعد الناظمة لتداول الأوراق المالية المصدرة من المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية IOSCO الأهداف الأساسية لتنظيم السوق المالية بمايلي:

1- حماية المستثمرين

2- ضمان عدالة الأسواق و كفاءتها و شفافيتها

3- تخفيض المخاطر الاستثمارية

إن للتلاعب و الغش في السوق المالية تأثير كبير على ثقة المستثمرين و الشركات المساهمة بالسوق المالية على حد سواء. إن فقدان المستثمرين لثقتهم بالسوق المالية يؤدي إلى إحجامهم عن توظيف أموالهم في الأوراق المالية المتداولة في السوق مما يعني فشل السوق في أداء دوره الأساسي المتمثل في تجميع المدخرات و تخصيصها للمشروعات الأكثر كفاءة، وانخفاض عدد المستثمرين في السوق وبالتالي سيولة السوق.

وإذا فشل السوق في جذب المستثمرين فإنه سيفشل أيضاً في جذب الشركات للإدراج طالما أن سيولة السوق منخفضة. كما أن فقدان الشركات المساهمة لثقتها في

السوق يمنعها من إدراج أسهمها في السوق خشية من تلاعب مستثمرين كبار بأسعار أسهمها، و يدفع تلك الشركات إلى تأمين احتياجاتها التمويلية من مصادر أخرى كمصارف وغيرها. وفي كلتا الحالتين يترتب على التلاعب و الغش في السوق المالية ارتفاع العائد الذي يطلبه المستثمر من توظيف أمواله بالأوراق المالية المختلفة و بالتالي ارتفاع تكلفة التمويل على الشركات الراغبة في تمويل أنشطتها الجديدة.

2.10. صور التلاعب في الأسواق المالية.

و يأخذ التلاعب والانحرافات في سوق الأوراق المالية أحد الأشكال التالية:

1.2.10. التداول على المعلومات الداخلية:

يعرف التداول على المعلومات الداخلية بأنه تداول الأوراق المالية للشركة (أسهم، سندات، خيارات، ...) من قبل موظفي الشركة ، مدراءها، أعضاء مجالس الإدارة، أو مساهميها الكبار (الذين يملكون أكثر من 10% من رأسمال الشركة) بناءً على معلومات سرية عن أداء الشركة حصلوا عليها من خلال عملهم في الشركة. و يعد هذا السلوك خيانة للأمانة و استغلالاً للمنصب و أحيانا يقلد بعض المستثمرين سلوك أعضاء مجلس الإدارة بيعا و شراءً لاعتقادهم أنهم يمتلكون معلومات داخلية.

للتداول على المعلومات الداخلية آثار سلبية كثيرة منها: رفع تكلفة رأس المال و الإضرار بثقة المستثمرين بالشركة . لكن ليس كل التداولات التي يقوم بها أعضاء مجلس الإدارة و كبار المساهمين تداولات مشبوهة. فمثلا قد تقضي بعض الأنظمة الداخلية لشركة ما أن يتخلى عضو مجلس الإدارة الذي يبلغ سن التقاعد عن نسبة معينة من أسهم الشركة. ومن الأمثلة الشائعة للتداول على المعلومات الداخلية شراء مدير شركة (أ) عدد كبير من أسهم شركته لعلمه بمحاولة استحواذ شركة أخرى (ب) على

شركته. ومن المعلوم أن عمليات الاستحواذ غالبا ما تترافق مع ارتفاعات كبيرة في سعر السهم.

لا يشترط بالتداول على المعلومات الداخلية في كثير من الدول بما فيها أمريكا أن يكون من موظفي الشركة. فلو أسرَّ أحد موظفي شركة لصديق له معلومات داخلية استخدمها للترُّبُّح على سهم تلك الشركة اعتبر ذلك مخالفا للقانون مما يستوجب ملاحقة المتورطين الموظف و صديقه. و يمتد هذا المفهوم لمن يسرق معلومات سرية من شركة ثم يستخدمها للتربح من تداول أسهم تلك الشركة. وفي المملكة المتحدة يعتبر مخالفا للقانون أيضا ليس فقط من يتداول على معلومات داخلية بل أيضا يعتبر عدم التداول بناءً على المعلومات الداخلية جريمة.

و على الرغم من تجريم هذا التداول في أمريكا منذ عام 1909 فإن هيئة السوق المالية الأمريكية تلاحق ما يزيد عن 50 حالة تداول على المعلومات الداخلية سنويا. فعلى سبيل المثال: كشفت تحقيقات السلطات الأمريكية عقب إفلاس شركة "انرون" عن تورط رئيس مجلس الإدارة و زوجته في تداول على المعلومات الداخلية حيث باع ما يزيد عن 90 مليون دولار من أسهم الشركة قبل إعلان إفلاسها، كما أن زوجته باعت أكثر من 500 ألف سهم بقيمة 1.2 مليون دولار في يوم 28 تشرين الثاني 2001 قبل عشر دقائق فقط من إعلان الخسائر الحقيقية للشركة.

2.2.10. التسابق مع العملاء:

يعرف التسابق مع العملاء بأنه تنفيذ سمسار الأوراق المالية لأوامر بيع أو شراء على سهم معين لحسابه الخاص، أو لحفظته مستغلا معرفته المسبقة بأوامر البيع و الشراء التي أصدرها العملاء و التي تنتظر التنفيذ . ويتضمن التسابق مع العملاء إما الشراء (عندما يشتري السمسار لحسابه عددا معيناً من الأسهم قبل تنفيذ أوامر شراء لحساب

عملائه التي يتوقع أن ترفع أسعار الأسهم)، أو البيع (عندما يبيع السمسار عدداً معيناً من الأسهم قبل تنفيذ أوامر بيع لحساب العملاء التي يتوقع أن تهوي بأسعار الأسهم).

فعلى سبيل المثال: نفترض أن سمسار أسهم تلقى أمراً من أحد عملائه لشراء أربعة آلاف سهم من شركة ما، و نظراً لأن ذلك الأمر في حال تنفيذه قد يرفع سعر السهم في السوق فإن السمسار وقبل تنفيذ ذلك الأمر يشتري لحفظته 400 سهم لنفس الشركة بسعر 100 دولار للسهم، و بعد ذلك ينفذ أمر العميل بشراء أربعة آلاف سهم. فإذا ارتفع سعر السهم بعد تنفيذ صفقة الشراء لحساب العميل إلى 102 دولار وباع السمسار الأسهم التي اشتراها لحسابه بعد ذلك مباشرة بـ 101.75 دولار فإن ذلك يعني أنه حقق 700 دولار ربح خلال فترة قصيرة جداً هو ذاته تكلفة إضافية على مشتري الأسهم نتجت عن تسابق السمسار مع عملائه.

و غالباً ما تحدث مخالفة التسابق مع العملاء من قبل المتخصصين في سوق المال الذين يسمح لهم الاطلاع على أوامر وقف البيع و الشراء. فعلى سبيل المثال: لو اعتقد متخصص في سهم انتل أن سعر التوازن للسهم \$39.99 لكنه لاحظ أن عدداً كبيراً من أوامر وقف البيع قد صدرت من قبل مستثمرين كبار على سعر \$40 للسهم. فإذا كان لديه مخزون كبير من هذا السهم فإنه سيخشى من انخفاض السعر فيما لو تم تنفيذ تلك الأوامر مما يجعله يعرض أسهمه للبيع بأمر سوق مباشرة على سعر \$39.99. ونظراً لأن هذا الأمر له أولوية على أوامر الوقف لأنه بسعر أقل مما قد يدفع السعر للانخفاض و يعيق تنفيذ أمر وقف البيع، مما يجعل أولئك المستثمرين يعيدون النظر في سعر السهم الأول و ربما دفعهم إلى تخفيضه و هذا يترتب عليه تحملهم لخسارة ما كان لهم أن يتعرضوا لها لو لم يسابقهم المتخصص.

3.2.10. تلاعب شركات مراجعة الحسابات:

إن تقديم شركات مراجعة الحسابات للخدمات الاستشارية للشركات المكلفة بمراجعة حساباتها أدى إلى توطيد علاقتها بتلك الشركات مما خلق مشكلة تناقض في المصالح، الأمر الذي جعلها تفشل في إظهار حقيقة المركز المالي للشركة للمستثمر بينما انعكس ارتفاعاً في حالات الإفلاس و الغش المالي. الخطأ الآخر الذي تورطت فيه تلك الشركات هي أدائها وظيفتين في الوقت نفسه: المدقق الداخلي و المراجع الخارجي للشركة نفسها. كان نتيجة ذلك أن الأخطاء المحاسبية التي كان يرتكبها المدقق الداخلي لا يكتشفها المراجع الخارجي بينما ناقض الهدف الأساسي من وجود مراجعين داخلي و خارجي وساعد شركات المراجعة على التلاعب بالحسابات طالما أن أحداً لن يكتشفها.

إن التعويضات و المكافآت المرتفعة التي كانت تتقاضاها شركات المراجعة هذه نظير خدماتها غير المتعلقة بالمراجعة أثرت في ولائها فأصبحت مهتمة بإرضاء الشركات التي تراجع حساباتها طالما أنها تدفع لها تعويضات مرتفعة، و إلا فإنها ستخسر زبائنهما لصالح الشركات المنافسة. فعلى سبيل المثال: تقاضت شركة "آرثر أندرسون" 52 مليون دولار عام 2001 من "انرون" (25 مليون منها مقابل مراجعة الحسابات و الباقي نظير خدماتها الاستشارية). وفي آب 2002 و نتيجة تلك المخالفات دفعت "انرون" تعويضات بلغت 60 مليون دولار كما صدر حكم قضائي في تشرين الأول 2002 بتغريمها نصف مليون دولار ومراقبة أنشطتها لمدة خمس سنوات.

4.2.10. البيع الصوري:

يعرّف البيع الصوري بأنه خلق تعامل وهمي نشط على سهم معين لإيهام المستثمرين في السوق المالية بوجود حركة على ذلك السهم بهدف تحريك سعر السهم

باتجاه معين و التربح من تلك الحركة. و من أجل أن يترك البيع الصوري أثراً في سعر السهم فإنه يجب أن تكون أوامر البيع أو الشراء كبيرة. فعلى سبيل المثال: قد يبيع أحد كبار المساهمين (أ) أسهمه إلى مساهم آخر (ب) بسعر ما ليقوم الأخير ببيعها مرة أخرى إلى نفس المساهم (أ) أو لغيره (ج) بسعر أكبر فيعتقد المتعاملون في السوق أن هناك أسباباً حقيقية وراء ذلك الارتفاع في سعر السهم فيقبلون على شرائه بسعر مرتفع عندما يتخلص (أ) أو (ج) من تلك الأسهم بسعر مرتفع محققاً أرباحاً كبيرة.

من مساوئ البيع الصوري أنه يضعف ثقة المستثمرين في السوق و يفاقم من حدة تقلبات الأسعار و يؤثر سلباً في عملية تخصيص الموارد الاقتصادية. إن تأثير عمليات البيع الصوري على أسعار الأسهم محدودة في الأسواق المالية المتقدمة حيث يوجد عدد كبير من المستثمرين و أوامر بيع وشراء كبيرة. إلا أن ضرر عمليات البيع الصوري يتركز في الأسواق الناشئة، و على الأسهم ذات أحجام التداول الضعيفة التي غالباً ما تكون هدفاً لعمليات البيع الصوري.

5.2.10. التلاعب بأسعار الإغلاق:

يتركز اهتمام المتابعين لسوق الأوراق المالية على أسعار الإغلاق التي يعتمد عليه في قياس و تحليل عوائد الأسهم. كما أن أسعار الإغلاق تنشر عادة في الصحف و تستخدم لقياس قيمة الوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار و تقييم أداء الوسطاء و السماسرة.

إن التلاعب في أسعار الأسهم قرب الإغلاق يؤثر سلباً في جميع الأطراف العاملة في السوق المالية، و قد يحدث هذا التلاعب إما عبر التداولات الفعلية، أو عبر إشاعات يبثها المتلاعبون لتحريك الأسعار بالاتجاه الذي يرغبون به.

6.2.10. غش إدارات الشركات:

و يقصد به الغش الذي تمارسه إدارات الشركات من أجل تضخيم الأرباح و تجنب دفع الضرائب، و بالتالي إخفاء الخسائر، و تحميل الميزانيات الخاسرة بما يحسن أسعار أسهم الشركة.

من تلك الممارسات إحداث انرون (Enron) لفروع خارجية و شراكات مع شركات مثل شيفكو تنقل إليها انرون ديونها و خسائرها كيلا تظهر في حساباتها المالية مما جعل بياناتها المالية لا تعبر عن حقيقة مركزها المالي و جعلها تبدو رابحة خلال الفترة 1997-2001. مما رفع سعر السهم حتى وصل عام 1999 إلى 90 دولار.

كما تلاعب أعضاء مجلس إدارة شركة (AIG-عملاق التأمين) بحيث تم تسجيل قرض حصل عليه عام 2000 على أنه صفقة تأمين مما أدى إلى توقيف 12 من أعضاء مجلس الإدارة. ومن أجل تصحيح تلك الأخطاء المحاسبية ألزمت السلطات الحكومية الشركة بمراجعة حساباتها المالية للسنوات (2000-2004). بما يعكس مركزها المالي الحقيقي. نتج عن تلك المراجعة تخفيض حقوق الملكية للمساهمين بمقدار 2.26 بليون دولار و تخفيض الدخل الصافي للشركة بمقدار 1.32 بليون في 31 كانون أول 2004 مما أدى إلى انخفاض سعر سهم الشركة من 77.36 دولاراً في نيسان 2004 إلى 50.74 دولاراً في نيسان 2005.

كما قد يأخذ تلاعب إدارات الشركات نوعاً آخر عندما تمنحهم الشركة خيارات شراء على سهم الشركة بهدف دفعهم للعمل لتعظيم أرباح الشركة وبالتالي رفع سهم الشركة. لكنهم بدلاً من العمل بجهد لتحسين أداء الشركة يمارسون الغش لإظهار أرباح مضخمة و رفع السعر بشكل وهمي مما يتيح لهم بعد ذلك تحقيق أرباح كبيرة من تنفيذ خيارات الشراء.

7.2.10. الشراء بغرض الاحتكار:

و يقصد به قيام مستثمر ما بشراء معظم الكميات المعروضة من ورقة مالية ما، وذلك بغرض تحقيق نوع من الاحتكار، بما يساعده في المستقبل على بيع هذه الورقة بالسعر الذي يفرضه. وغالبا يتوجه هذا الاستثمار للاحتكار في الأوراق المالية التي يبيعها أصحابها على المكشوف، لأنه يحتكر تداولها فترتفع أسعارها و يحقق ربحا مضمونا. لذلك صدرت تعليمات تراقب مشتريات المستثمرين الطبيعيين و الاعتباريين من أسهم شركة ما بحيث لا تتجاوز حدا معيناً من مجموع أسهم الشركة.

لا يقتصر الأمر على سوق الأسهم بل يشمل أسواق أخرى كسوق السندات. فعلى سبيل المثال لا يُسمح في الولايات المتحدة الأمريكية للمتقدمين بعروض لشراء سندات الخزينة في المزادات الحكومية شراء أكثر من 35% من قيمة الاصدار. لكن بنك الاستثمار الشهير Salmon Brothers (الذي اشتراه بنك Citigroup) اشترى 65% من قيمة مزاد السندات في عام 1990. ونظراً لأن عدداً من المتعاملين بالسندات كانوا قد التزموا أمام عملائهم ببيعهم كميات محددة من سندات الخزينة مما اضطرهم إلى شرائها من Salmon Brothers بأسعار مرتفعة.

ونظراً لما قد يتركه احتكار إصدارات السندات من فقدان الثقة بالسندات ويرفع تكلفتها على المصدر فإن هيئة الأوراق والأسواق المالية راجعت تلك الحادثة في عام 1991 وقررت منع بنك Salmon Brothers من التقدم مؤقتاً لمزادات السندات الحكومية وفرضت عليها غرامة قدرها 190 مليون دولار كما اضطر بنك Salmon Brothers أن يخصص مبلغ 100 مليون دولار في صندوق احتياطي للتعويض على المتضررين في القضايا المرفوعة ضد البنك.

8.2.10. استغلال ثقة العملاء:

و يقصد به إعطاء السمسار معلومات مضللة للعميل عن أسهم شركة ما بحيث يستخدم السمسار العميل كوسيط لرفع أو خفض الأسعار. فعندما يطيع المستثمر توصيات السمسار بالشراء فإنه يحرك الأسعار بالارتفاع عندها يتدخل السمسار بيعا لما يمتلكه من أسهم بالسعر المرتفع مما يجعلهم يحققون أرباحا مرتفعة. أما عندما يطيع المستثمر توصيات السمسار بالبيع فإنه يحرك الأسعار بالانخفاض عندها يتدخل السمسار شراءً للأسهم بالسعر المنخفض مما يجعلهم يحققون أرباحا مرتفعة.

9.2.10. اتفاقيات التلاعب:

ويقصد بها قيام شخصين أو أكثر بالاتفاق مع بعض السماسرة و أحد العاملين في الشركة على ترويج معلومات و إشاعات و من ثم قيام آخرين بالشراء أو البيع مما يؤدي إلى تحقيقهم أرباحاً مرتفعة.

ويوجد نوعان لاتفاقيات التلاعب:

- 1- اتفاقية المتاجرة: امتلاك أعضاء تنظيم معين قدر كبير من أسهم شركة ما بأسعار متدنية من خلال ترويج الإشاعات و الأفكار السيئة ثم يقوم هؤلاء بشراء معظم الأسهم المطروحة للبيع بالسعر الأدنى بهدوء. تبدأ بعد ذلك العملية المعاكسة بإشاعة معلومات جيدة عن الشركة مما يرفع أسعار الأسهم و بما يمكنهم من بيع أسهمهم بسعر مرتفع و جني الأرباح الطائلة.
- 2- اتفاقية الاختيار: اتفاق مجموعة مستثمرين مع بعض أعضاء مجلس الإدارة على إبرام اتفاق مع الشركة على شراء مجموعة كبيرة من أسهمها مستقبلاً إذا رغب التنظيم بذلك حسب السعر الجاري للسهم وقت إبرام الصفقة أي يحق للتنظيم تثبيت السعر لاحقاً بأسعار اليوم.

ومن خلال المعلومات المضللة ونشر الدعايات عن وضع الشركة وارتفاع أرباحها تبدأ الأسعار بالارتفاع فقد تتضاعف الأسعار من 1200 إلى 2400 ، عندها يثبت أعضاء التنظيم حقهم بالشراء ومن ثم يبيعون الأسهم بالسعر الجديد. فإذا كان الاتفاق قد وقع لشراء 1000 سهم بسعر 1200 في أول أيار 2005 و من ثم ارتفع السعر إلى 2400 في أول تشرين الثاني فإن مبلغ الربح يبلغ $2400 - 1200 = 1200$ بالسهم أي 100% في نصف سنة.

10.2.10. الإفصاح المالي و الخاسبي:

تختلف متطلبات الإفصاح من دولة إلى أخرى بحسب اختلاف الأنظمة المحاسبية المعمول بها، و كذلك باختلاف معايير المراجعة المفروضة من قبل البورصات. وكما التزمت الشركات المساهمة بمستويات أعلى من الشفافية و الإفصاح المالي كان المساهمون و المستثمرون أقل تعرضاً لاحتمال الخسارة بسبب نقص المعلومات. إن هدف ادارات الشركات من عدم إظهار الوضع المالي للشركة على حقيقته هو إيهام المستثمرين بأن أداء الشركة جيد مما يؤدي إلى رفع سعر سهم الشركة في السوق. لكن كيف يحصل عدم الإفصاح؟ في الحقيقة يتركز تلاعب المحللين أو الخاسبين في بعض الشركات على مايلي:

1. تحميل بعض العقود المنفذة حالياً على سنة سابقة مما يضخم الأرباح
2. إجراء عمليات مقاصة بين الأصول و الخصوم
3. عدم إظهار الأرصدة الفرعية لفروع الشركة
4. إعادة تقييم الأصول و اعتبارها أرباحاً
5. الاستفادة من صفقات مشبوهة و تسجيلها باسم آخر مستعار لكي لا تظهر حقيقة هذه الصفقة.

11.2.10. الأوامر الوهمية

يحاول بعض السماسرة و المستثمرين التأثير في سلوك باقي المستثمرين في السوق المالية عبر إدخال أوامر وهمية عادة ما تكون بأسعار بعيدة نسبياً عن الأسعار التي يتوقع أن يتم التنفيذ عليها، ولكن تكون غالباً بكميات كبيرة بحيث توهي بوجود طلب كبير على السهم إن كانت أوامر شراء، أو توهي بعرض كبير من السهم، إن كانت أوامر بيع.

و غالباً ما يسعى المستثمر أو السمسار لإدخال أوامر شراء وهمية إن كان راغباً في بيع مركز من تلك الأسهم، و بالعكس يدخل أوامر بيع وهمية إن كان راغباً في شراء أسهم تلك الشركة التي أدخل أوامر بيع عليها. لكن ما أن يتحقق هدفه من تحريك السوق بالاتجاه المرغوب يعمد السمسار أو المستثمر إلى سحب أوامره الوهمية. من الجدير ذكره أن للأوامر الوهمية تأثيراً كبيراً في الأسواق الناشئة و الضعيفة التداول، أما في الأسواق المالية المتقدمة التي تتمتع بأحجام تداولات مرتفعة فلا يتوقع أن يكون لهذا التلاعب أثر يذكر على سلوك المستثمرين أو أسعار الأسهم. وقد شهدت سوق دمشق للأوراق المالية حالات من إدخال الأوامر الوهمية بحيث تمت معاقبة شركات الوساطة المالية المتورطة بالتنبيه وفرض الغرامة المالية.

3.10. آليات ضبط التلاعب في الأسواق المالية.

و من أجل ضبط عمليات التلاعب في الأسواق المالية فإنه يقترح محاربة عمليات الغش و التلاعب من خلال:

1. قانون سوق الأوراق المالية: ينبغي أن يتضمن قانون سوق الأوراق المالية مجموعة من الأنظمة والقواعد التي تمنع الغش والتلاعب في السوق المالية. و

لا يكفي أن يتوفر قانون لحماية المساهمين و المستثمرين بل ينبغي أن ينفذ القانون فعلياً حتى تتوفر تلك الحماية المطلوبة.

ينبغي أن ينص قانون سوق الأوراق المالية على عدم جواز التداول على المعلومات الداخلية سواء كان ذلك على مستوى الشركات المدرجة في السوق أو على مستوى سوق الأوراق المالية . فعلى سبيل المثال تنص المادة الثانية من نظام معايير السلوك المهني لبورصة دمشق أن على أعضاء مجلس إدارة السوق المحافظة على المعلومات السرية الخاصة بالسوق و عدم نقلها لأي طرف آخر وعلى "عدم استغلال أي معلومات حصل عليها بحكم عضويته أو تمثيله في مجلس الإدارة لمصلحته أو لمصلحة أي طرف آخر".

كما عمدت بعض البورصات (ومنها بورصة عمان) إلى ربط بيانات مركز المقاصة و الحفظ المركزي مع بيانات السجل المدني وذلك لاكتشاف أية عمليات تسريب لمعلومات داخلية من قبل مدراء الشركات أو أعضاء مجلس الإدارة لبعض أقاربهم بهدف التربح قبل وصول المعلومة إلى السوق.

وفيما يخص عمليات البيع الصوري، نصت المادة 26 من القرار 324 الناظم لقواعد التداول في سوق دمشق للأوراق المالية أنه "لا يجوز للوسيط أن يقوم ببيع الورقة المالية التي تم شراؤها في نفس يوم التداول إذا كانت الصفقة ضخمة". إلا أنه في حالة سوق دمشق للأوراق المالية يستطيع أن يشتري الورقة المالية التي سبق و أن باعها في نفس يوم التداول مما يعطي فرصة تنفيذ عمليات بيع صوري على الأسهم لأن المادة السابقة لا تغطيها.

ولكي تمنع سوق دمشق للأوراق المالية حدوث التلاعب في أسعار الإغلاق نصت المادة 21 من القرار 324 الناظم لقواعد التداول في سوق دمشق للأوراق المالية

على أن الوسيط في السوق المالية يلتزم بالامتناع عن إدخال أية أوامر لعملائه في حال كان الهدف منها التأثير في أسعار الأوراق المالية في السوق. كما اعتمدت في حساب أسعار الإغلاق للأسهم المدرجة في السوق السعر المرجعي المحسوب على أساس متوسط أسعار السهم خلال اليوم.

2. الرقابة على تعاملات المديرين وكبار المستثمرين: تمتلك جميع أسواق الأوراق المالية أنظمة رقابة على عمليات البيع والشراء التي تتم في السوق تتولى مهمة اكتشاف حالات الغش وترقب التغيرات المفاجئة في ملكيات المديرين و كبار المستثمرين. كما تنشر البورصات عادة عدد الأسهم التي يمتلكها المديرون و كبار المستثمرين وتعلن أية تغيرات تحدث فيها.

3. قوانين حماية المستثمرين: عبر مؤسسة لحماية المستثمرين ينتسب إليها السماسرة و الأعضاء الآخرون مقابل اشتراكات معينة بحيث يحصلون على تعويضات منها حال الخسارة كما هي حال مؤسسة ضمان الودائع.

4. تنظيم مهنة السمسرة و الوساطة: تجري سوق الأوراق المالية اختبارات علمية و مهنية لممثلي شركات السمسرة والوساطة الراغبين في العمل داخل سوق الأوراق المالية بهدف ضمان كفاءتهم و فهمهم لأنظمة وقوانين التداول. كما تمنع بعض البورصات (بورصة عمان على سبيل المثال) من العمل كسماسرة في السوق نظراً لأهمية البورصة على المستوى الوطني.

5. الإفصاح المالي و المحاسبي: تلتزم الشركات المساهمة لاسيما المدرجة في سوق الأوراق المالية بتدقيق حساباتها من قبل محاسب قانوني أو إحدى شركات مراجعة الحسابات لبيان مدى ملاءمتها للأنظمة والقواعد المحاسبية المتبعة، وتعبيرها عن حقيقة المركز المالي للشركة. كما تلتزم إدارات الشركات

المساهمة المدرجة أن تزود السوق بتقارير مالية بشكل دوري و بإبلاغ
البورصة عن أية أحداث قد يكون لها تأثير في سعر السهم.

6. تنظيم مهنة مراجعة الحسابات: نظراً لحوادث التواطؤ التي تورطت فيها
شركات مراجعة الحسابات (كشركة آرثر اندرسون) مع إدارات الشركات
المساهمة وتسببت في انهيار شركات عملاقة كشركة انرون ألزمت هيئة
الأسواق والأوراق المالية الشركات المساهمة أن تغير شركة مراجعة
الحسابات التي تراجع حساباتها كل سنتين (كما في فرنسا) كي لا تمر
حالات تلاعب أو تواطؤ دون اكتشاف فترة طويلة . كما فرض قانون
ساربنس أوكسلي على شركات مراجعة الحسابات عدم الجمع بين وظيفتي
المراجعة و تقديم الاستشارات إلا إن كان عقد الخدمات الاستشارية قد وقع
قبل توقيع عقد تقديم خدمات المراجعة.

الفصل الحادي عشر: الشركات الاستثمارية





1.11. مقدمة

الشركات الاستثمارية هي مؤسسات مالية وسيطة تجمع الأموال من المستثمرين و تستثمرها لهم في طيف واسع من الأوراق و الأصول المالية. إن ما يميز هذه الشركات هو تجميع الأصول و الأموال بحيث يكون لكل مستثمر حصة في محفظة هذه الشركات بما يتناسب مع ما استثمره من أموال.

تقدم الشركات الاستثمارية عددا من الخدمات للمستثمرين:

1- تنظيم السجلات و الاحتفاظ بها: تصدر الشركات الاستثمارية تقارير دورية

عن أدائها، و تقدم سجلات عن توزيعات الأرباح ، الأرباح الرأسمالية، الاستثمارات، الاستردادات، كما أن بعضها يقدم خدمة إعادة استثمار الأرباح و الفوائد التي يحصل عليها.

2- التنوع و التجزئة: تتيح الشركات الاستثمارية عبر تجميع الأموال الفرصة

للمستثمرين للمشاركة الجزئية في ملكية أوراق مالية كثيرة. بمعنى آخر، فإنهم يتصرفون كمستثمرين كبار رغم أن أي منهم ليس مستثمرا كبيرا بمفرده.

3- الإدارة المحترفة: يعمل لدى معظم الشركات الاستثمارية فرقاً متخصصة

بالتحليل المالي وإدارة المحافظ الاستثمارية و يهدفون إلى تحقيق عوائد مرتفعة للمستثمرين.

4- عمولات و مصاريف عمليات أقل: نظرا لأن هذه الشركات تتعامل بأحجام

كبيرة فإنها تستطيع تحقيق وفورات كبيرة في عمولات الوسطاء و السماسرة.

ولأن هذه الشركات الاستثمارية تجمع أموالاً من المستثمرين الصغار فإنها تحتاج

إلى تحديد حصة كل منهم في أصول الشركة الاستثمارية. إن ملكية كل مستثمر في

الشركة الاستثمارية هي نسبة تعتمد على عدد الوحدات التي اشتراها، و تدعى الوحدة الواحدة في الشركة الاستثمارية صافي قيمة الأصول (Net Asset Value) وتساوي القيمة السوقية لموجودات الشركة ناقصا مطالبها مقسوما على عدد الوحدات في الشركة الاستثمارية:

صافي قيمة الأصول = القيمة السوقية لموجودات الشركة - المطالب / عدد الوحدات

مثال: صندوق استثماري يدير محفظة أوراق مالية قيمتها السوقية 120 مليون دولار. فإذا كان على هذا الصندوق ديون للمستثمرين الاستثماريين 4 مليون دولار و ديون متعلقة بالإيجارات و الرواتب و مصاريف أخرى مختلفة 1 مليون فماهي صافي قيمة الأصول لهذا الصندوق إذا كان رأس مال الصندوق مقسوماً إلى 5 ملايين وحدة؟

$$\text{صافي قيمة الأصول} = \frac{120 - (4 + 1)}{5} = 23$$

2.11. أنواع الشركات الاستثمارية

يمكن التمييز بين نوعين من الشركات الاستثمارية: النوع الأول شركات استثمارية ذات محافظ ثابتة من الأوراق المالية و تدعى شركات استثمارية غير مدارة، والنوع الثاني شركات استثمارية بمحافظ متغيرة و تدعى شركات استثمارية مدارة والتي تقسم بدورها إلى نوعين: صناديق استثمار مفتوحة و صناديق استثمار مغلقة.

1.2.11. الشركات الاستثمارية غير المدارة:

هي أموال مجمعة مستثمرة في محفظة أوراق مالية ثابتة طول حياة الشركة. ينشأ هذا النوع من الشركات عبر مؤسس عادة ما يكون شركة وساطة تعتمد إلى شراء محفظة أوراق مالية تودعها لدى شركة ضامنة. تقوم الشركة الضامنة بعد ذلك ببيع

حصص في تلك المحفظة إلى الجمهور تدعى شهادات إيداع قابلة للاسترداد و تدفع الشركة الضامنة الدخل المتحقق من هذه الأوراق المالية إلى أصحاب الحصص. لا توجد في هذا النوع من الشركات إدارة فعالة لمحفظة الأوراق المالية المشكلة نظراً لأن تركيب المحفظة يبقى ثابتاً طول حياة الشركة لذا تسمى هذه الشركات "غير مدارة". يستثمر هذا النوع من الشركات في نوع معين من الأوراق المالية كما أن عدم الحاجة إلى تغيير تركيب الأوراق المالية يسهم في تخفيض التكاليف الإدارية لهذا النوع من الاستثمارات.

و يتمثل ربح المستثمرين في هذه الشركات بالفرق بين سعر شرائهم للوحدة و سعر بيعها. فعلى سبيل المثال إذا رغب مستثمر في الشركة بيع حصته فإنه يستطيع ذلك عبر بيعها إلى الشركة نفسها بناء على صافي قيمة الأصول. و بالمقابل تعتمد الشركة إلى بيع عدد كافٍ من أسهم محفظتها لتأمين المبلغ اللازم لدفع مقابل حصة المستثمر أو قد تبيع حصته لمستثمر آخر. و من الجدير ذكره أن نصيب هذا النوع من الشركات من السوق قد تراجع لصالح صناديق الاستثمار التي سنتحدث عنها مفصلاً.

2.2.11. الشركات الاستثمارية المدارة (صناديق الاستثمار):

هناك نوعان من الشركات الاستثمارية المدارة الأولى ذات نهاية مفتوحة و الثانية ذات نهاية مغلقة. و في كلتا الحالتين يعين مجلس إدارة الصندوق المنتخب من المساهمين إدارة مسؤولة عن إدارة محفظة الصندوق مقابل أجر يتراوح عادة ما بين 0.2% و 1.5% من قيمة أصول المحفظة. و في كثير من الحالات تكون الشركة المديرة للصندوق هي الشركة المؤسسة له. و في حالات أخرى يستأجر الصندوق الاستثماري مديراً خارجياً للمحفظة.

تمثل صناديق الاستثمار وعاء استثمارياً لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة الأوراق المالية، وهذا مالا يستطيع الأفراد تحقيقه، فهي أحد الأساليب الحديثة في إدارة الأموال. وذلك وفقاً لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم الخدمية ودرجة تقبلهم للمخاطر لتحقيق المزايا التي لا يمكن لهم تحقيقها منفردين بما يعود بالفائدة على المصرف أو على الشركة التي تؤسس صناديق الاستثمار، وعلى المدخرين وعلى الاقتصاد الوطني ككل، وهي وسيلة لتأمين عمليات تمويل الاقتصاد القومي عن طريق ربط المدخرات القومية بأسواق المال بما يحقق حماية المستثمرين، فهي وجدت خصيصاً لخدمة فئة معينة من المستثمرين وبخاصة صغار المدخرين بإيجاد وسيلة لتنويع استثماراتهم بصورة لا تتاح إلا بوجود محفظة مالية كبيرة، وينظر المستثمرون الأفراد لصناديق الاستثمار باعتبارها بديلاً عن مؤسسات الإيداع فعندما تنخفض أسعار الفائدة يسعى الأفراد لسحب إيداعاتهم واستثمارها في صناديق الاستثمار.

و يمكن تعريف صناديق الاستثمار كما يلي :

صندوق الاستثمار هو مؤسسة مالية تتولى مهمة إدارة مجموعة كبيرة من الأموال العائدة إلى مستثمرين مختلفين قد لا يتوفر لديهم الحجم الكافي من الأموال للحصول على تشكيلة مناسبة من الأوراق المالية ، أو قد لا تتوفر لديهم الخبرة الكافية أو الوقت اللازم لإدارة أموالهم بالشكل الذي يحقق لهم النتائج المرجوة من عملية الاستثمار .
وتحتوي هذه الصناديق على أوراق مالية متنوعة مثل الأسهم و السندات وأذونات الخزينة .

3.2.11. صناديق التحوط:

تختلف صناديق التحوط عن صناديق الاستثمار بأنها ليست شركات مساهمة بل شركات خاصة مما يعني أنها ليست خاضعة لكثير من قواعد و شروط هيئة الأوراق المالية. كما أن هذه الصناديق متاحة فقط لكبار المستثمرين من الأفراد و المؤسسات. كما أنها تشترط فترة احتفاظ لا يسمح خلالها للمستثمرين بسحب استثماراتهم قد تطول عدة سنوات مما يتيح لهذه الصناديق توظيف أموالها في أصول غير سائلة دون الخوف من عجزها عن تلبية طلبات الاسترداد. و نظرا لأن صناديق التحوط تخضع لقواعد و شروط أقل صرامة فإن مدراء هذه الصناديق يستطيعون اتباع سياسات استثمارية غير متاحة لمدراء صناديق الاستثمار العادية كالاستخدام المكثف للمشتقات المالية و البيع على المكشوف و الاقتراض الزائد.

تصمم صناديق التحوط عادة للاستثمار في أدوات استثمارية متنوعة حيث يستثمر كثير منها في: المشتقات المالية، الشركات التي تعاني من ضائقة مالية، المضاربة على العملات ، السندات القابلة للتحويل، الأسواق الناشئة، كما قد تنتقل هذه الصناديق في الاستثمار من ورقة مالية إلى أخرى بحسب تغير الفرص الاستثمارية المتاحة.

وقد شهدت صناديق التحوط نمواً كبيراً في السنوات الأخيرة حيث ارتفعت قيمة الأصول التي تديرها هذه الصناديق من حوالي 50 بليون دولار عام 1990 إلى 2 تريليون دولار عام 2008.

3.11. أنواع صناديق الاستثمار

تصنف صناديق الاستثمار لعدة أنواع وفقاً للمعايير التالية:

1- رأس المال.

2- الأهداف.

3- مكونات تشكيلة المحفظة.

4- الضمان.

1.3.11. معيار رأس المال :

تأخذ صناديق الاستثمار شكلين هما صناديق استثمار ذات نهاية مغلقة وصناديق استثمار ذات نهاية مفتوحة.

1 - صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة:

سميت بهذا الاسم لأن عدد الوثائق التي تصدرها هذه الصناديق ثابت لا يتغير، أي يكون رأس مال الصندوق ثابتاً أو محدداً بمبلغ معين يطرح للاكتتاب ، ولا تعيد هذه الصناديق شراء الوثائق عند الطلب وإنما يتم الشراء والبيع من خلال السوق الثانوية كسهم أي شركة.

سمات هذا النوع من الصناديق:

1. قد يكون لأجل محدد أو غير محدد.

2. لا يمكن استرداد قيمة الحصص إلا في نهاية الأجل .

3. ممكن أن يتحول إلى صندوق مفتوح بعد فترة زمنية معينة بشرط أن

يكون منصوباً على ذلك .

4. لا يزيد رأسمال الصندوق خلال حيازته إلا وفق نص واضح.

5. يجري إدراج وحداته الاستثمارية في البورصة مثل أي شركة استثمارية مثيلة.

6. تحسب مكافأة الإدارة على أساس نسبة مئوية معينة من القيمة الكلية للأصول.

يحدد سعر الوحدة في شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة التي تدير هذه الصناديق من خلال العرض والطلب على أسهم الصندوق، ويلاحظ بالنسبة لهذه الوحدات إن القيمة السوقية لها نادراً ما تتساوى مع ما يسمى بصافي قيمة وحدة الصندوق حيث إن صافي قيمة الوحدة الاستثمارية في هذه الصناديق يحسب كالتالي:

$$\text{صافي قيمة الوحدة} = \frac{\text{القيمة السوقية للأصول} - \text{قيمة الخصوم}}{\text{عدد الوحدات}}$$

فالقيمة السوقية إما أن تكون أكبر من صافي القيمة ويقال في هذه الحالة أن وحدة الصندوق تباع بعلاوة أو أن تكون أقل من صافي قيمة الوحدة ويقال في هذه الحالة إنها تباع بخخص ومن الملاحظ أن نسبة كبيرة من هذه الوحدات تباع بخخص من صافي الوحدة.

ولكن كيف يمكن تفسير اختلاف السعر عن صافي قيمة الوحدة في الشركات المغلقة؟ إن السبب الأهم في الاختلاف يعود إلى توقعات المستثمرين، فإذا كانت التوقعات بشأن المركز المالي لصندوق الاستثمار متفائلة فإن القيمة السوقية لوحدة الصندوق تتزايد وقد تصبح أكبر من صافي قيمة الوحدة ويحدث العكس في حال كانت التوقعات متشائمة بشأن مستقبل الصندوق .

ومن ناحية أخرى فإن العديد من الدراسات حاولت أن تقدم تفسيراً لوحدات الصندوق التي تباع بخخص. ومن التفسيرات التي قدمت في هذا المجال انخفاض سيولة

هذه الوحدات أو تدهور المركز المالي للصندوق أو ارتفاع المصاريف التي تتقاضاها هذه الصناديق بالإضافة إلى ارتفاع الضرائب على أرباح المستثمرين من هذه الصناديق.

2- صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:

نشأ هذا النوع من الشركات بعد النوع الأول (الصناديق المغلقة) وقد اكتسب تسميته من كونه مفتوحاً في اتجاهين أي في اتجاه زيادة رأسماله من جهة واتجاه تخفيض رأسماله من جهة أخرى.

أي أنه يمكن لمدير الصندوق طرح أسهم أو حصص جديدة في أي وقت يراه بعد تاريخ انتهاء فترة الاكتتاب الأولى، كما يمكن بالمقابل لأي مساهم فيه وفي أي وقت يراه أن ينسحب من الصندوق حيث يتم إطفاء ما لديه من أسهم عن طريق الاسترشاد بمؤشر صافي قيمة الوحدة المحدد في تاريخ الإطفاء.

يُعتبر هذا النوع من شركات الاستثمار الأكثر شيوعاً والأكثر شعبية لدى المستثمر العادي، ويمكن للمستثمر شراء حصص من الشركة في أي وقت يشاء وبممكنه بيع الحصص للشركة في أي وقت يشاء، أي أن الشركة ملزمة قانونياً بالبيع للمستثمر والشراء من المستثمر، ويتم البيع والشراء حسب صافي قيمة الوحدة.

وبذلك فإن هذا النوع يختلف عن النوع الأول من الصناديق حيث لا يتم تداول حصص النوع الثاني في السوق المالية كما في النوع الأول. كما أن الشراء والبيع يتم بموجب صافي الوحدة لا أكثر ولا أقل.

ويمكن تقسيم هذا النوع من صناديق الاستثمار إلى مجموعتين رئيسيتين:

1- صناديق الاستثمار المفتوحة التي تتقاضى عمولة من المستثمر عند شرائه وحدات من الصندوق:

ويتقاضى هذا النوع من الصناديق عمولة من المستثمر تصل في حدها الأقصى إلى 1.5 % من قيمة الاستثمار ويتم خصمها في العادة من المبلغ المستثمر، فمثلاً إذا استثمر شخص مبلغ 100000 ل.س فإنه يتم خصم 1500 ل.س كعمولة، ويُباع المستثمر حصصاً بمبلغ 98500 ل.س.

وقد أدت ظروف المنافسة الشديدة بين الصناديق إلى انخفاض العمولة مع مرور الوقت ويعود السبب في هذه العمولة إلى أن هذه الصناديق تباع إلى المستثمرين من خلال وسطاء ماليين ولذلك فإن هذه العمولة تُدفع إلى الوسيط والذي بدوره يتقاسم هذه العمولة مع شركة الوساطة التي يعمل لحسابها.

وفي العادة فإن الصناديق التي تتقاضى عمولة من المستثمر عند شرائه وحدات منها لا تتقاضى رسوم استرداد وهي نوع آخر من الرسوم يدفعها المستثمر عندما يقوم ببيع وحدات الصندوق التي يملكها في الشركة وتتراوح بين 1% إلى 3%.

2- صناديق الاستثمار المفتوحة التي لا تتقاضى عمولة من المستثمر:

هذا النوع لا يتقاضى عمولة من المستثمر، ويعود السبب في ذلك إلى أن حصص هذه الصناديق لا تُباع من خلال وسطاء وإنما من خلال الصناديق مباشرة. ويتم الاتصال بالصناديق مباشرة من خلال البريد أو الهاتف أو الانترنت دون تدخل الوسطاء. والسؤال الذي يتبادر إلى الذهن هو: كيف تقوم الصناديق بتغطية مصاريفها، مع أنها لا تتقاضى عمولة بيع.

إن النوعين من الصناديق المفتوحة يتقاضى عمولة سنوية تسمى بعمولة المصاريف وهي نسبة مئوية يتم اقتطاعها في نهاية السنة من المستثمر لتغطية المصاريف الإدارية والمصاريف غير المباشرة والمصاريف الأخرى التي تتحملها الصناديق.

2.3.11. معيار أهداف الصندوق:

1- صناديق الدخل:

تهدف إلى تحقيق دخلٍ جارٍ ومستمر للمستثمرين في نطاق درجة مخاطرة متفاوتة، وغالباً ما تشتمل تشكيلة محفظة الأوراق على سندات حكومية وغير حكومية متوسطة وطويلة الأجل وعلى أسهم منشآت كبرى ومستقرة توزع الجانب الأكبر من الأرباح التي تم تحقيقها، ويهدف هذا النوع من الصناديق إلى تحقيق عائد أعلى من العائد المحقق على الوديعة المصرفية بالأجل نفسه، وبالتالي فالهدف دخل ثابت أو محدد بصرف النظر عن نمو رأس المال، وهي تناسب المستثمرين الذين لا يرغبون بتحمل قدر كبير من المخاطرة والذين يعتمدون على عائد الاستثمار لتغطية نفقاتهم المعيشية ويخضعون لشريحة ضريبة صغيرة أو لا يخضعون للضريبة على الإطلاق .

2- صناديق النمو:

الهدف الأساسي لهذه الصناديق هو تحقيق أرباح رأسمالية من خلال نمو ملموس في قيمة الأصول المستثمرة خلال أجل طويل نسبياً ، وتنطوي هذه الصناديق على درجة مخاطرة متراوحة بين المتوسطة والمرتفعة باعتبار أن أهدافها لا تتحقق إلا بالاستثمار في شركات نامية تتوقع لها تحقيق معدلات نمو عالية بالمستقبل أو في أسهم عادية لشركات قوية أو راسخة تقوم بتدوير أرباحها من خلال إعادة استثمارها لتحقيق المزيد من الأرباح الرأسمالية، أو في أسهم شركات عاملة في صناعات محددة على درجة عالية من النمو (الشركات العاملة في الصناعات التكنولوجية). هذا النوع من الصناديق يناسب المستثمرين الذين يكون لديهم هدف تعظيم الأرباح الرأسمالية في فترة زمنية معقولة ولا تناسب المستثمرين المهتمين بتحقيق دخل جارٍ من استثماراتهم .

3- صناديق الدخل والنمو:

هذا النوع يلائم المستثمرين الذين يسعون لتحقيق أرباح رأسمالية مع تحقيق عائد شبه مستقر، وذلك من خلال تنويع الصندوق لاستثماراته بين أسهم الشركات النامية ومن السندات ذات العائد الثابت، فستثمر النسبة الكبرى في الأسهم المتوقع أن تحقق معدل نمو كبير والنسبة الأقل في السندات مما يعني تحقيق معدل نمو كبير للاستثمارات ودخل ثابت أقل.

4- صناديق إدارة الضريبة:

هي الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح بمقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، وبالتالي لا يدفع المستثمر الضريبة طالما لم يحصل على توزيعات نقدية، فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم. هذا النوع يلائم المستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية مرتفعة في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة المفروض على الربح الإيرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي.

5- الصناديق ذات الأغراض المزدوجة:

هي نوع من الصناديق ذات النهاية المغلقة تلي رغبة المستثمرين الذين يهدفون للحصول على دخل من استثماراتهم، والذين يهدفون لتحقيق نمو مضطرد لاستثماراتهم خاصة إذا كان معدل الضريبة على التوزيعات أقل من معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، وتتميز بأن لها تاريخ انقضاء يتم بعده تصفية استثمارات الصندوق وتوزيع حصيلته على المساهمين، ولذلك يتم تكوين الصندوق من نوعين من الأسهم:

أ- أسهم دخل يتوقع أن يتولد عنها دخل.

ب- أسهم نمو يتوقع أن يتولد عنها أرباح رأسمالية.

وعند انتهاء مدة الصندوق يسترد حملة أسهم الدخل قيمة الاسترداد المحددة مسبقاً والتي تمثل قيمة الاستثمار الأصلي مضافاً إليها الدخل المتحقق في السنوات السابقة والذي لم يتم توزيعه، ويحصل حملة أسهم النمو على كل ما تبقى من التشكيلة المكونة.

6- صناديق النمو الهجومية (صناديق التراكم الرأسمالي):

الهدف الأساسي لهذه الصناديق هو الحصول على نمو كبير في رأس مال الصندوق أو قيم أصوله والتي تتألف غالباً من أسهم عادية من المتوقع أن ترتفع قيمتها من جهة وارتفاع مخاطرها بالمقابل، وتختار هذه الصناديق أسهم شركات جديدة أو أسهم لقطاعات لا تحظى بشعبية كبيرة عند طرحها ولكن من المنتظر أن تتغير خلال الفترات التالية بشكل إيجابي، ويكون لإدارة الصندوق دور بالغ الأهمية إذ أن فشل توقعاتهم و حدوث تطورات سلبية في السوق يعرض الأصول المستثمرة بالصندوق لخسائر جسيمة لذا يلجأ مديرو هذه الصناديق للمراجعة المستمرة لتركيبية هذه المحافظ. وأغلب المستثمرين يكونون من فئة المضاربين الذين ترتفع لديهم روح المخاطرة والقادرين على تحمّل الخسائر الكبيرة وإضافة إلى كونهم من الفئات الشابة والذين لا يحتاجون إلى دخول جارية من استثماراتهم وخاصة في الأجل القصير.

3.3.11. معيار مكونات المحفظة:

تصنف صناديق الاستثمار وفقاً لمكونات التشكيلة إلى عدة أنواع:

- 1- صناديق الأسهم العادية: حيث تتكون فقط من الأسهم العادية وتختلف باختلاف خصائص وسمات تلك الأسهم، فمنها أسهم محلية يتم من خلالها تحقيق مزايا ضريبية للمستثمرين، ومنها أسهم دولية متنوعة لتحقيق أكبر عائد على أساس العلاقة بين العائد والمخاطرة .

- 2- صناديق السندات: تستثمر هذه الصناديق في سندات المؤسسات والحكومات والشركات الخاصة، والهدف الرئيسي لهذه الصناديق هو تحقيق دخل جارٍ معقول نسبياً دون تحمل مخاطرة كبيرة ودون السعي لتحقيق نمو في قيمة الأصول المستثمر بها.
- 3- الصناديق المتوازنة وهي التي تشمل على مزيج من الأسهم العادية والسندات ذات الدخل الثابت والأسهم الممتازة وتهدف لتحقيق دخلٍ جارٍ ومكاسب رأسمالية على المدى الطويل ، وتختلف نسبة الأسهم والسندات باختلاف الأهداف المقررة والمحددة مسبقاً وبحسب أحوال السوق .
- 4- صناديق سوق النقد: تتكون هذه الصناديق من تشكيلة من الأوراق المالية القصيرة الأجل لا تتجاوز مدتها غالباً السنة، مثل سندات الخزينة وشهادات الإيداع و القبولات المصرفية وكمبيالات الخزانة وغيرها من الأدوات المتداولة في سوق النقد ، وتعتبر معايير السلامة والسيولة في هذه الصناديق أشد العناصر جاذبية لدى فئة معينة من المستثمرين، إلا أن مصاريف الإدارة التي يتحملها المستثمرون في هذه الصناديق قد ترتب أثراً سلبية على صافي العوائد المتحققة وكثير من المتعاملين يلجأ إلى هذه الصناديق كاستراتيجية استثمارية انتقالية ريثما تتضح معالم الخطة الاستثمارية التفصيلية أو بانتظار حدوث تطورات سوقية معينة .
- 5- الصناديق القطاعية: وهي صناديق تخصص بالاستثمار في قطاعات معينة مثل الاتصالات، المعادن الثمينة، الخدمات العامة، التقانات الحيوية.
- 6- الصناديق الدولية: كثير من الصناديق يركز على الاستثمار الدولي فالصناديق العالمية تستثمر على مستوى العالم برمته، أما الصناديق الدولية فتستثمر في

جميع دول العالم عدا الولايات المتحدة. كما أنه يوجد صناديق تستثمر في مناطق مختارة من العالم كصناديق الدول الناشئة التي تستثمر في أسهم شركات الدول الناشئة.

7- صناديق المؤشرات: تحاول صناديق المؤشرات محاكاة أداء مؤشرات الأسواق عبر تكوين محافظ استثمارية مطابقة في تركيبها و نسبتها تركيبة المؤشرات المستهدفة. فعلى سبيل المثال يحاكي صندوق فانغارد 500 مؤشر ستاندارد آند بورز 500. وإن أهم ما يميز هذه الصناديق انخفاض تكاليف إدارتها طالما أنه تكون هناك حاجة لصرف الجهد و الوقت في التحليل الأساسي للأوراق المالية المشتراة. كما أن هذه الصناديق ليست مقصورة على صناديق الأسهم بل يوجد صناديق مؤشرات للسندات و صناديق لمؤشرات العقارات.

8- صناديق المؤشرات المتداولة: (Exchange-traded funds)

ظهر هذا النوع من الصناديق لأول مرة عام 1993 والتي تسمح بتداول وحدات هذه الصناديق كأى سهم في السوق. أول هذه الصناديق صندوق SPDR (Standard & Poor's Depository Receipt)، و الذي يحتفظ بمحفظة أسهم تماثل في تركيبها مؤشر "ستاندارد آند بورز"، و تختلف عن صناديق الاستثمار في أن المستثمرين يستطيعون تداول وحداتها أي وقت في اليوم دون الحاجة للانتظار حتى نهاية اليوم كما هي حال صناديق الاستثمار العادية لحساب صافي وحدة الاستثمار. و في مطلع عام 2008 بلغت قيمة التوظيفات في هذه الصناديق في الولايات المتحدة 600 بليون دولار موزعة على أكثر من 600 صندوق.

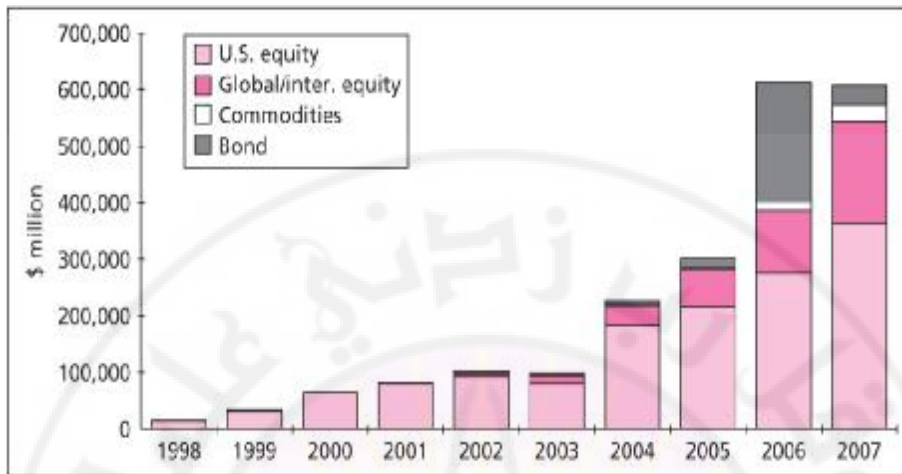
لهذه الصناديق ميزة أخرى عن صناديق الاستثمار العادية هي أن وحدات هذه الصناديق يمكن بيعها على المكشوف أو شراؤها بالهامش، بينما لا يمكن ذلك في حالة صناديق

الاستثمار العادية. كما أن تكاليف الاستثمار في هذه الصناديق عادة ما تكون أقل مما هي عليه في حالة صناديق الاستثمار العادية. كما أن استرداد حصص في هذه الصناديق يتم من خلال السوق مما لا يستدعي تسيل بعض أصول محفظة الصندوق كما هي الحال في صناديق الاستثمار العادية و بالتالي لا يترتب عليه ضرائب رأسمالية لكن يصاحب هذا النوع من الصناديق عدد من المساوئ: أولاً: نظراً لأن وحدات هذه الصناديق تتداول في السوق كما الأوراق المالية العادية فإن أسعار هذه الوحدات في السوق قد تختلف قليلاً عن صافي قيمة الوحدات. ثانياً: غالباً ما يصاحب بيع هذه الصناديق عمولات للسماسرة الذين يسوقون هذه الوحدات بينما يمكن بيع وحدات صناديق الاستثمار العادية دون هذه العمولات. كما أن تداول وحدات هذه الصناديق يتم من خلال عرض سعر بيع وسعر شراء مما يترتب عليه هامش بيع و شراء.

و يبين الجدول التالي بعض أنواع صناديق المؤشرات المتداولة:

A. ETF Sponsors		
Sponsor	Product Name	
Barclays Global Investors	i-Shares	
Merill Lynch	iHOLDRS (Holding Company Depository Receipts: "i-holders")	
StateStreet/Merill Lynch	Select Sector SPDRs (S&P Depository Receipts: "Spiders")	
Vanguard	Vanguard ETFs	
B. Sample of ETF Products		
Name	Ticker	Index Tracked
Broad U.S. Indexes		
Spiders	SPY	S&P 500
Diamonds	DIA	Dow Jones Industrials
Cubos	QQQQ	NASDAQ 100
iShares Russell 2000	IWM	Russell 2000
Total Stock Market (Vanguard)	VTI	WallSt 5000
Industry Indexes		
Energy Select Sector	XLE	S&P 500 energy companies
iShares Energy Sector	IEE	Dow Jones energy companies
Oil Service HCLDRS	OIH	Portfolio of oil service firms
Financial Sector Spider	XLF	S&P 500 financial companies
iShares Financial Sector	IF	Dow Jones financial companies
Vanguard Financials ETF	VFIN	MSCI financials Index
International Indexes		
WEBS United Kingdom	EWU	MSCI U.K. Index
WEBS France	EWQ	MSCI France Index
WEBS Japan	EWJ	MSCI Japan Index

و يظهر الشكل التالي تطور القيمة السوقية لصناديق المؤشرات المتداولة خلال الفترة بين عامي 1998 و 2007.



و يوضح الشكل المرافق توزيع الصناديق ذات النهاية المفتوحة في الولايات المتحدة بحسب نوع الاستثمار:

	Assets (\$ billion)	Percent of Total Assets	Number of Funds
Equity funds			
Capital appreciation focus	\$ 2,911.8	24.2%	3,037
World/international	1,659.5	13.8	908
Total return focus	1,950.2	16.2	752
Total equity funds	\$ 6,521.4	54.3%	4,757
Bond funds			
Corporate	\$ 301.1	2.5%	293
High yield	156.7	1.3	206
World	84.0	0.7	122
Government	203.2	1.7	301
Strategic income	580.3	4.7	370
Single-state municipal	156.8	1.3	451
National municipal	218.0	1.8	224
Total bond funds	\$ 1,679.0	14.0%	1,957
Hybrid (bond/stock) funds	\$ 713.4	5.9%	486
Money market funds			
Taxable	\$ 2,842.1	22.0%	548
Tax-exempt	465.1	3.9	259
Total money market fund	\$ 3,307.2	25.8%	807
Total	\$12,021.0	100.0%	8,029

Note: Column sums subject to rounding error.

Source: Investment Company Institute, 2008 *Investment Company Fact Book*. Copyright © 2008 by the Investment Company Institute.

4.3.11. معيار الضمان:

هناك نوعان وفق هذا المعيار وهما :

1- **صناديق الاستثمار المضمونة:** حيث يلتزم المدير بضمان رأس المال المستثمر، أو نسبة منه أو سلامته مع نسبة محددة من العائد متحماً وحده المخاطر التي قد تصيب رأس المال .

2- **صناديق الاستثمار غير المضمونة :** وهي الصناديق التي يكون مستوى المخاطرة بالنسبة للمستثمر مطلقاً بلا حدود فلا يكون معرضاً لخسارة العائد فقط بل أيضاً رأس المال أو بعضاً منه .

4.11. مزايا صناديق الاستثمار

أولاً : مزايا صناديق الاستثمار على مستوى المستثمر :

1- يمكن تنوع صناديق الاستثمار من حيث أهدافها من إتاحة الفرصة أمام قطاع عريض من المستثمرين للاستثمار في هذه الصناديق حسب أهداف كل منهم الاستثمارية حيث يعتبر التنوع من أهم مزايا صناديق الاستثمار، و هذا يؤدي بدوره إلى تقليل المخاطر التي يتعرض لها المستثمر.

فالمحفظة يتم إدارتها بواسطة المتخصصين أصحاب الخبرة و المهارة العالية التي تقوم بتوجيه الأموال إلى محفظة " متنوعة" و هذا يصعب على المستثمر ذي الموارد المالية المحدودة.

كما أن ذلك قد يكون مكلفاً بالنسبة للمستثمر بسبب ارتفاع العمولات التي يتوقع أن يدفعها إلى الوسيط المالي إذا رغب في شراء العديد من الأوراق المالية.

2- إن الفئات التي يتم بها شراء الحصص قد تكون أكثر مناسبة للمستثمر من فئات الشراء في حالة الاستثمار المباشر في أسهم الشركات.

3- سيولة حصص صناديق الاستثمار عادة تكون أكثر منها في حالة الاستثمار المباشر ولا تقتصر السيولة الحقيقية على مجرد القدرة على تحويل الأصل المالي إلى نقدية بل تتعداها إلى القدرة على إجراء هذا التحويل بأقل خسارة ممكنة في القيمة.

4- يتوقع أن يكون سعر الحصة في محفظة أو "سلة" الصندوق أكثر استقرارا من أسعار المحفظة التي يمكن أن يشكلها المستثمر بنفسه وذلك في أسواق مالية وكذلك أكثر استقرارا من سعر الورقة المالية المنفردة التي يقوم بشرائها المستثمر.

5- يتم إدارة الصناديق من خلال أجهزة متخصصة "مدير الاستثمار" و التي يشترط القانون أن تكون في شكل شركات مساهمة يتمتع جهازها الإداري بخبرات عريقة في هذا المجال المهني ، و تخضع صناديق الاستثمار لرقابة مستمرة من قبل جهاز هيئة الأوراق المالية لتصويب أية أخطاء تحدث من قبل الصناديق في أسرع وقت ممكن .

6- تتميز وثائق استثمار الصناديق بقدر كبير من الشفافية و الإفصاح عن أدائها حيث يتم تقييم الوثائق أسبوعيا /يوميا/ و الإعلام عن سعر الوثيقة من خلال التقييم لصافي أصول الصندوق ، و هو الأمر الذي يتيح للمستثمر التعرف الدائم و المستمر على عائد استثماره و اتخاذ قراره المتعلق بالاستمرار أو التسييل أو زيادة الاستثمار في وثائق الصندوق .

ثانيا : مزايا صناديق الاستثمار على المستوى الوطني :

من المعروف أن دور أية مؤسسة مالية يتمثل بصفة رئيسية في تجميع المدخرات و إعادة استثمارها في استثمارات منتجة و صناديق الاستثمار كمؤسسات مالية حديثة لها دور هام في هذا المجال من حيث:

- 1- فتح مجالات جديدة أمام المدخرين لاستثمار أموالهم بما يمكن من جذب أصحاب المدخرات الذين قد لا يناسبهم - لسبب أو لآخر - الإيداع في البنوك حتى لا تتسرب مدخراتهم عن دورة النشاط الاقتصادي القومي وكذلك أصحاب المدخرات الذين يرغبون في الاستثمار في الأوراق المالية ولكن تعوزهم الخبرة والمقدرة المالية على ذلك .
- 2- تستخدم صناديق الاستثمار حصيلة بيع وثائقها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية مما يمكن من توجيه المدخرات القومية المجمعة لديها إلى استثمارات منتجة من المنشآت المصدرة لتلك الأوراق المالية.
- 3- تتعامل صناديق الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في البورصة - السوق الثانوي- وهذا من شأنه أن ينشط ويزيد من كفاءة سوق رأس المال وما لذلك من أثر في تطوير البورصة من الانفتاح على البورصات العالمية.
- 4 - حماية المدخرات الوطنية و منع تسربها للاستثمار في الخارج .

5.11. نظام عمل صناديق الاستثمار

1.5.11. أسس إدارة صناديق الاستثمار وآليات الاستثمار فيها

يمر الاستثمار في صناديق الاستثمار بسلسلة من الإجراءات والمراحل لتحقيق الهدف منه، بدءاً من قرار اختيار الصندوق وحتى انتهاء الصندوق وتصفيته. وفيما يلي بيان تسلسلي بالآلية والمراحل التي يمر بها الاستثمار بالصندوق وأهم عوامل ومتطلبات كل مرحلة.

1- الاشتراك في الصندوق :

يلتزم مؤسس الصندوق بإصدار اتفاقية تتضمن وصفاً عاماً للصندوق المكتتب فيه، من حيث نوعه وكيفية إدارته ودرجة المخاطرة فيه وكيفية تقييم الوحدات

الاستثمارية ومدى قابليتها للاسترداد، وتحدد عملة الصندوق وسعر الوحدات الاستثمارية عند بداية الصندوق و الحد الأدنى من عدد الوحدات التي يلتزم الاكتتاب به للاشتراك المبدئي، والحد الأدنى من السيولة التي يلتزم الاحتفاظ بها مدة الاشتراك في الصندوق، وفي صناديق الاستثمار المغلقة تحدد فترة معينة للاكتتاب تنتهي قبل البدء باستثمار الأموال فعلياً، ولا تقبل الاشتراكات بعد ذلك، بينما في صناديق الاستثمار المفتوحة يكون الاشتراك مفتوحاً طيلة عمر الصندوق، إلا أن مدير الصندوق يحدد أياماً معينة في الأسبوع تُسمى (أيام الاشتراك) أو (التقييم) يتم فيها تقييم موجودات الصندوق، وبدء سريان استثمار أموال المستثمرين الجدد.

وتجري عمليات الاستثمار طبقاً لأسعار الوحدات في يوم التقييم اللاحق لتاريخ الطلب، فلا ينظر إلى أسعارها القائمة وقت تقديم الطلب لأن بدء سريان استثمار الأموال الجديدة يبدأ في اليوم اللاحق، وفي حال الدفع بال شيك أو بعملة أخرى غير عملة الصندوق فإن الاستثمار يصبح نافذاً فقط من يوم التقييم الذي يلي تحصيل قيمة الشيك أو تحويل العملة.

وتحرص الصناديق على اتباع أساليب تشجيعية في مرحلة الاكتتاب لجذب المستثمرين ولدعم الصندوق في مراحله الأولى، ومن أمثلة ذلك أن بعض الصناديق في مرحلة الاكتتاب وقبل بدء النشاط تقوم باستثمار مبالغ الاشتراك بشكل مؤقت في صناديق استثمارية قائمة للمصرف المؤسس، ثم يتم تحويل تلك المبالغ مضافاً إليها الأرباح المحققة من الصندوق (صافي الاستثمار) إلى الصندوق عند بدء نشاطه. إما أن بعض الصناديق تتيح للمستثمرين إمكانية دفع رأس المال المكتتب به دفعة واحدة أو على شكل أقساط دورية وفق خطة تجمع ادخارية يحددها الصندوق، ولا شك أن هذه الميزة تحقق مصلحة لكلا الطرفين (إدارة الصندوق والمستثمر)، فالمدیر يستطيع أن

يرسم خطته الاستثمارية وفقاً للتدفقات النقدية المتوقعة فلا يُثقل كاهله بأموال سائلة لا يقدر على استثمارها على الوجه المطلوب، وتشكل هذه الطريقة للمستثمر نوعاً من الضمان والأمان حيث تتاح له الفرصة لمتابعة وتقييم أداء المدير، ويكون استمراره في الصندوق مبنياً على حقائق ونتائج ملموسة، وتتبع الصناديق في سياستها الهادفة إلى تقسيط رأس المال إحدى الطريقتين: إما أن يتم الاشتراك وفق خطة تجمع مدخرات اختيارية يحق للعميل فيها متى يشاء أن يعدل عن تنفيذها، وإما أن يكون وفق خطة تعاقدية حيث يحصل العميل على تسهيلات أكثر في رسوم الاشتراك مقابل تعرضه للجزاء متى ما أُخلَّ بالخطة.

2- صكوك الاستثمار:

تصدر إدارة الصندوق شهادات للمستثمرين يسجل في كل شهادة عدد الوحدات التي يملكها المستثمر في الصندوق، وهي على نوعين:

أ - شهادات اللوحة الاستثمارية: وتصدرها كل الصناديق، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة بصرف النظر عن القيمة التي ستؤول إليها.

ب - شهادات القيمة الاسمية: وهي لا تشكل إلا نسبة ضئيلة جداً مما تصدره الصناديق من الشهادات، وتصدرها صناديق الاستثمار المضمونة، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة مع ضمان قيمتها الاسمية وهي القيمة المدونة عليها.

3- تنوع الاستثمار:

من الإجراءات اللازمة في إدارة صناديق الاستثمار أن تشكل الأصول المكونة لها من أنواع متعددة من الأوراق المالية، فهي ضرورة تقتضيها السياسة المثلى للاستثمار والزام توجيه اللوائح والأنظمة في عامة الأفطار، ففي النظام المصري مثلاً: ألا تزيد

نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية شركة واحدة على 10% من أموال الصندوق وبما لا يتجاوز 15% من أوراق تلك الشركة، وهذا يستلزم ألا يقل ما يمتلكه الصندوق عن عشرة إصدارات متنوعة.

وتتبع الصناديق في سياسة الاستثمار هذه عدة اتجاهات : فمنها ما يتوسع في ذلك ليشمل إصدارات من عدة دول مختلفة، كالأسهم الأوروبية وأسهم جنوب شرق آسيا وغيرها، ومنها ما يقتصر على الإصدارات المتداولة في دولة واحدة، ومنها ما يتخصص في شركات من قطاع معين، كأسهم الشركات الصناعية أو شركات النقل، ونحو ذلك.

ومن الحوافز التشجيعية التي تلجأ إليها بعض المصارف التي تؤسس عدداً من الصناديق هي أن تتيح للمستثمر إمكانية تشكيل محفظة خاصة به تسمى (محفظة شخصية) بحيث تتكون من وحدات من صناديق شتى بحسب رغبة المستثمر.

4- تقييم الوحدة الاستثمارية:

بعد التشغيل الفعلي للصندوق يقوم المدير بإجراء تقييم دوري للوحدة الاستثمارية إما يومياً أو أسبوعياً أو في أيام محددة من الأسبوع، حسب ما تنص عليه لائحة الاكتتاب، والهدف من ذلك هو تحديد المبلغ الذي يبنى عليه تداول الوحدة الاستثمارية بيعاً وشراءً، وللوحدة الاستثمارية ثلاث قيم مختلفة:

الأولى: قيمة الإصدار والتي هي القيمة التي تصدر بها الوحدة عند الاكتتاب المبدئي.

الثانية: القيمة الحقيقية والتي هي صافي قيمة الأصول المكونة للصندوق مقسومة على إجمالي عدد وحدات الصندوق المستحقة في تاريخ التقييم، وتحدد قيمة صافي الأصول من خلال القيمة السوقية للأوراق المالية التي يشتمل عليها الصندوق وقت إجراء

الحساب مخصصاً منها أي التزامات أو أتعاب إدارية أو مصروفات تشغيلية مستحقة على الصندوق.

صافي قيمة الوحدة = (القيمة السوقية للموجودات - المطالبات) / عدد الوحدات

مثال: لدينا صندوق استثماري يدير محفظة من الأوراق المالية قيمتها السوقية 120 مليون دولار وعلى الصندوق الالتزامات التالية: 4 ملايين دولار كرواتب للمستشارين، و 5 مليون دولار كإيجارات ومصاريف أخرى مستحقة. فما هي صافي قيمة الوحدة إذا كان عدد الوحدات في الصندوق 5 ملايين؟

صافي قيمة الوحدة = $(120 - 5) / 5 = 23$ دولار

الثالثة: القيمة السوقية وهي القيمة التي تُباع بها الوحدة الاستثمارية، وثمة فارق في تحديد القيمة السوقية للوحدات في صناديق الاستثمار المفتوحة عنها في الصناديق المغلقة، ففي الصناديق المغلقة يسمح بتداول الوحدة الاستثمارية في السوق المالية فتتأثر بالعرض والطلب و المضاربات وغيرها، بينما في الصناديق المفتوحة لا يُسمح ببيع أو شراء الوحدة إلا من مدير الصندوق فهو الذي يحدد سعرين للوحدة هما :

سعر البيع : وهو السعر الذي يبيع به المدير الوحدات للمستثمرين، ويساوي القيمة الحقيقية للوحدة مضافاً إليها مصروفات الشراء إن وجدت.

سعر الشراء : هو السعر الذي يشتري به المدير الوحدات من المستثمرين، ويساوي القيمة الحقيقية للوحدة مخصصاً منها أي أتعاب إدارية إن وجدت.

و يُمثل الفرق بين هذين السعريين (البيع والشراء) عمولة غير مباشرة يتقاضاها المدير من المستثمرين.

صناديق الاستثمار المغلقة				
اسم الصندوق	صافي قيمة الأصول	سعر الحصة في السوق	العلاوة \ الخصم	العائد خلال سنة
الصندوق المتحد	12.11	10.34	-14.62	-27.45
صندوق الأهلية	12.59	10.05	-20.17	-31.41
صندوق الأسهم المميزة	11.64	9.91	-14.86	-34.59
صندوق الأسهم العالمية	12.04	9.95	-17.36	-22.56
صندوق الأسهم الآسيوية	9.23	10.14	9.86	-22.86

5- أرباح الصندوق وتوزيعاتها:

يحدد صافي أرباح الصندوق طبقاً للقواعد المحاسبية المتعارف عليها في الأوساط المالية، ويتمثل صافي الربح أو الخسارة في الفرق بين صافي قيمة أصول الصندوق في بداية الاستثمار وصافي أصوله بتاريخ التقييم.

وتتبع الصناديق إحدى الطريقتين لتوزيع الأرباح:

الطريقة الأولى: وهي الأكثر انتشاراً حيث يعاد استثمار الأرباح المحققة في وحدات الصندوق ولا توزع بشكل دوري، وبالتالي فإن الأرباح والخسائر المحققة تساوي مقدار التغير الحاصل في قيمة الوحدة، ويحصل المستثمر على هذه الأرباح ببيع الوحدة أو التبرص حتى انتهاء عمر الصندوق وتصفية أصوله.

الطريقة الثانية: يقوم مدير الصندوق بتوزيع أرباح دورية على المستثمرين وهم من يمتلكون وثائق الاستثمار وقت استحقاق الأرباح.

وقد تبدي بعض الصناديق استعدادها لتنفيذ رغبة المستثمر فيما إذا طلب الحصول على دفعات منتظمة من الأرباح، بشرط أن لا يقل رصيده ولا حجم المبلغ المسحوب عن حد معين.

6- الحقوق والالتزامات:

بما أن الصندوق مملوك بصفة جماعية للمستثمرين فإن أية التزامات أو حقوق على الصندوق ترجع على المستثمرين أنفسهم، وليس للمدير منها شيء إلا بقدر ما يملك من وحدات الصندوق. و من مزايا الاستثمار في الصناديق الاستثمارية أن الالتزامات المالية المترتبة عليها لا تشكل إلا نسبة ضئيلة من الأصول المستثمر فيها، وسبب ذلك أن هذه الالتزامات لا تعدو أن تكون إما مصاريف إدارية وهي لا تشكل إلا نسبة ضئيلة من الأصول القائمة، وإما قروضاً من جهات أخرى، وهي لا تشكل إلا نسبة قليلة من الأصول، لأن عامة القوانين والأنظمة تقيد نشاط الصندوق في الاقتراض بنسب محددة لا يمكن تجاوزها. فعلى سبيل المثال تنص القواعد المنظمة لصناديق الاستثمار في مصر على أنه يجوز للصندوق الاقتراض من الغير بما لا يتجاوز 10% من قيمة وثائق الاستثمار القائمة، على أن يكون القرض قصير الأجل وبموافقة المصرف الذي لديه الأوراق المالية التي تستثمر فيها أموال الصندوق، وذلك للحد من مجازفة المدير بدمم المستثمرين .

7- انقضاء الصندوق وتصفيته :

ينقضي عمر الصندوق بانقضاء الفترة الزمنية المحددة له إن وجدت، وإذا لم يكن له نهاية محددة فإنه يظل باقياً ويقرر مدير الصندوق انقضاءه في الوقت الذي يراه مناسباً .

إن انقضاء الصندوق قد يكون لأسباب قانونية كتغير الأنظمة النازمة لعمل الصندوق، وقد يكون لأسباب مالية كما لو كان حجم أصول الصندوق لا تسمح بالاستمرار في تشغيله، أو لغير ذلك من الأسباب. وقد يبقى الصندوق لفترات طويلة وخاصة تلك الصناديق المفتوحة، أو الصناديق التي يكون لها كيان قانوني قائم على شكل شركة استثمارية ونحو ذلك.

عند انقضاء الصندوق يتم تصفية أصوله وتأدية التزاماته، وتوزيع ما تبقى من حصيلة هذه التصفية على المستثمرين بنسبة ما تحمله وحداتهم إلى إجمالي الوحدات التي يقرر المدير بأنها صادرة آنذاك.

2.5.11. بعض عمليات صناديق الاستثمار

1 - التسعير:

يُقصد بالتسعير إعلان سعر الوحدات الاستثمارية في الصندوق ، وتحدد الصناديق الاستثمارية في نظام تأسيسها هل هي مفتوحة أم مغلقة ، فإذا كانت مغلقة لا يقوم المدير بإعلان سعر الوحدات إلا في آخر يوم من عمر الصندوق، على أن ذلك لا يعني أن تلك الوحدات ليس لها سعر خلال هذه المدة، إذ يمكن التعرف على قيمتها من خلال تبادلها في الأسواق المنظمة كالبورصات، أو من خلال تبادلها بطريقة البيع المباشر بين المستثمرين، أما إذا كان الصندوق مفتوحاً فإن المدير يحدد يوماً معيناً يعلن خلاله سعر الوحدة الاستثمارية وهو السعر الذي يمكن بناءً عليه خروج المستثمرين الراغبين في الحصول على السيولة ودخول أولئك الذين يرغبون بالاستثمار . ويعتمد السعر الذي يعلنه المدير على تقييمه للأصول المملوكة في الصندوق، فإذا كان الصندوق خاصاً بالأسهم اعتمد سعر الوحدة الاستثمارية على السعر السوقي للأسهم التي

يملكها الصندوق مضافاً إليه الدخل المتولد لهذا الصندوق من أرباح الشركات أو فروق سعر الصرف أو ما إلى ذلك، فإذا أراد المستثمر الخروج يمكنه أن يبيع الوحدات التي يملكها إلى الصندوق بالسعر المعلن، وإذا أراد مستثمر جديد الدخول يمكن له الشراء بذلك السعر لأن بإمكان المدير توظيف هذه الأموال الجديدة في أسهم جديدة يشتريها بالسعر السوقي، فهو عندئذٍ يستمر في إصدار وحدات جديدة للمستثمرين الجدد وقد يفرق بين سعر الدخول والخروج .

2- الرسوم على المشتركين :

تفرض الصناديق الاستثمارية أحياناً رسوماً على المشتركين لتغطية جزء من تكاليفها ولاسيما تلك المتعلقة بعمليات توظيف الأموال .

وبعض الصناديق المفتوحة تفرض رسوماً على المشتركين عند بدء الصندوق، وتكون هذه الرسوم زيادة على القيمة الصافية للأصول عند الشراء، بينما تتبنى صناديق أخرى طريقة فرض الرسوم عند الخروج من الصندوق . وترتبط بعض الصناديق هذه الرسوم بمدة بقاء المستثمر في الصندوق بحيث تتناقص تلك الرسوم بقدر ما تطول هذه المدة أما إذا كان مُصدر الصندوق يقوم بنفسه بالتسويق فلا يفرض في العادة رسوماً على الدخول أو الخروج، وفي الصناديق المغلقة التي يجري تداول وحداتها في الأسواق المنظمة يحتاج المستثمر إلى دفع رسوم للسمسار في السوق .

3- الاسترداد :

يقوم عمل الصناديق الاستثمارية المفتوحة على حرص المدير على الاحتفاظ بقدر من السيولة يمكنه من شراء وحدات المستثمرين الذين يرغبون في استرداد أموالهم في يوم التسعير . ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير وعلى عمر الصندوق

والظروف والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق ، وهذه السيولة لا تدر عائداً للصندوق لذلك يحرص المدير على الاحتفاظ بالحد الأدنى منها ، مفترضاً أن جزءاً كبيراً من عمليات الاسترداد في يوم التسعير سيتم تغطيته من الأموال الجديدة التي يقدمها الراغبون في الدخول فيه ، ولذلك فإن السيولة الموجودة تكون عند الحد الأدنى . وفي كثير من الأحيان يحرص المدير على توزيع مدد الاستثمار بطريقة يتحقق معها قدر من السيولة في كل يوم تسعير دون الحاجة إلى تعطيل الأموال خلال مدة الصندوق حتى لو كانت مدة قصيرة لأسبوع أو نحوه . ومع ذلك فإن المدير يواجه أحياناً حجماً من الاسترداد يزيد عن السيولة الموجودة في الصندوق وعن حجم الأموال الجديدة المستثمرة فيه، ولذلك تحرص كثير من صناديق الاستثمار على النص في نظامها الأساسي على علاج هذه الحالة بطرق منها أن لا تلتزم في حالة عدم توفر السيولة برد كامل مبلغ الاستثمار بل جزءاً منه فحسب لمن يأتي أولاً وتطلب من الآخرين الانتظار، وفي أحيان يتفق الصندوق مع أحد المؤسسات الكبيرة التي تقدم له (مقابل رسوم محددة) التزاماً بتوفير السيولة عند الحاجة إليها ، أو الالتزام بشراء الوحدات التي لا يستطيع الصندوق استردادها لعدم توفر السيولة له .

رسوم الإدارة:

يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته ، وتحسب رسوم المدير بحيث تولد الحوافز لديه على تحقيق النمو للصندوق. بما يفيد جميع المشاركين ولذلك يعتمد حسابها على ما يُسمى بالقيمة الصافية لأصول الصندوق . فيقوم المدير عندئذٍ بحساب هذه القيمة الصافية بصفة دورية ، وفي حالة الصناديق المفتوحة يفعل ذلك في يوم التسعير ، ويقتطع أجره بالنسبة المتفق عليها ، وتتراوح أجور الإدارة غالباً بين 1% إلى 5% من القيمة الصافية وتزداد أجور المدير كلما كبر حجم أصوله .

الاحتياطات:

تحتفظ الصناديق عادة باحتياطات تقتطعها من الأرباح بهدف تحقيق الاستقرار في ما يدفعه الصندوق من أرباح للمشاركين فيه وتعويض الخسائر التي قد تحصل في بعض الأوقات . وتستمر هذه الاحتياطات في التراكم في الصندوق وتعد جزءاً من الأموال فيه بحيث يستحقها أولئك الذين كانوا يملكون وحداته عند انتهاء مدته إن كان له مدة.

6.11. تقييم أداء صناديق الاستثمار وتكاليفها

1.6.11. تقييم أداء صناديق الاستثمار

من أجل قياس أداء صناديق الاستثمار يمكن الاعتماد على أسلوبين مختلفين هما :
أ. الأسلوب البسيط :

تُعد عملية تقييم الأداء من الأساليب الرقابية التي تؤدي إلى تحسين أداء الاستثمار ومن السهل تقييم أداء مدير المحفظة وفق الأسلوب البسيط الذي يناسب المستثمر العادي فمثلاً القياس في حالة كون الاستثمار لفترة واحدة على أساس المعادلة التالية :

$$RR = \frac{NAV_1 - NAV + I + CG}{NAV}$$

حيث تمثل RR: معدل العائد على الاستثمار.

NAV_1 : قيمة الوحدة في بداية المدة .

NAV: قيمة الوحدة في نهاية المدة .

I : التوزيعات النقدية الجارية.

CG : الأرباح الرأسمالية المحققة خلال الفترة.

مثال : بفرض أن القيمة السوقية في بداية الشهر لسهم صندوق ما \$ 20 وأصبحت بنهاية نفس الشهر \$ 20.10 وأنه قد تم استلام . \$0.15 كتوزيعات نقدية للسهم خلال نفس الشهر بالإضافة إلى مبلغ \$0.05 حققتها المحفظة من خلال شراء وبيع بعض الأسهم كأرباح رأسمالية خلال الشهر المذكور فما هو العائد على الاستثمار خلال تلك الفترة ؟

باستخدام المعادلة أعلاه ينتج لدينا :

$$RR = \frac{20.10 - 20.00 + 0.15 + 0.05}{20.00} = 0.015 = 1.5\%$$

يتميز هذا الأسلوب بالبساطة والسهولة في الحساب، إلا أنه يُعاب عليه بأنه يُركز فقط على العائد ولا يأخذ المخاطرة بعين الاعتبار ، مما دعا إلى الاعتماد على مقاييس الأسلوب المزدوج أو المركب والذي يأخذ العائد والمخاطرة بعين الاعتبار عند القياس .

ب. الأسلوب المزدوج (المركب):

يأخذ هذا النموذج في الحسبان كلاً من العائد والمخاطرة، ومن أهم مقاييس هذا الأسلوب مقياس شارب وترينور و جنسن ومقاييس أخرى :

1- مقياس شارب:

وضع "وليام شارب" مقياساً لأداء محفظة الأوراق المالية يمكن الاعتماد عليه في قياس أداء صناديق الاستثمار. وكلما كان هذا المؤشر مرتفعاً كلما كان أفضل ويمكن الحصول على هذا المقياس من خلال استخدام المعادلة التالية:

$$\text{Sharpe} = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

R_p : العائد الكلي المتوقع على استثمارات المحفظة .

R_f : العائد الخالي من المخاطرة .

σ_p : الانحراف المعياري للعائد على المحفظة .

2- مؤشر ترينور:

يقوم هذا المؤشر على فكرة أن المستثمر العادي يمكنه من خلال التنويع الساذج أو البسيط أن يتخلص من المخاطر غير المنتظمة ، وبالتالي فإن الإدارة الجيدة يمكنها أن تُشكّل محفظة تنطوي فقط على المخاطر المنتظمة ويُحسب هذا المؤشر كما يلي :

$$\text{Treynor} = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

R_p : العائد الكلي المتوقع على استثمارات المحفظة .

R_f : العائد الخالي من المخاطرة .

β_p : معامل بيتا للمحفظة (معامل المخاطر المنتظمة)

3- مقياس جنسن :

يُطلق على هذا المؤشر اسم معامل ألفا وهو يمثل الفرق بين العائد الإضافي على الصندوق (و الذي يحسب بالفرق بين العائد الكلي للمحفظة وبين العائد الخالي من المخاطرة) و علاوة المخاطر المتعلقة بالصندوق (والذي يمثل حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة) ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية :

$$\alpha = (R_p - R_f) - \beta(R_m - R_f)$$

و بموجب ذلك فإنه إذا كان معامل ألفا موجباً فهذا يعني أن الأداء جيد وإن كان سالباً فهذا يدل على أن الأداء سيء :

2.6.11. تكاليف الاستثمار في صناديق الاستثمار

يتوجب على المستثمر الراغب باختيار صندوق استثماري ألا ينشغل فقط بالسياسة الاستثمارية للصندوق و أدائه التاريخي فحسب بل يجب أن يأخذ بعين الاعتبار المصاريف الإدارية التي تتقاضاها إدارة الصندوق و التي يتوجب على الصناديق توفير معلومات كاملة عنها. بحسب هذا المعيار تقسم الصناديق إلى ثلاثة أنواع :

1- مصاريف إدارة الصندوق: وهي المصاريف المترتبة على إدارة محفظة الصندوق بما فيها المصاريف الإدارية، و مصاريف الاستشارات المالية المدفوعة لمدير الاستثمار. تحسب هذه المصاريف عادة كنسبة مئوية من قيمة إجمالي الأصول المدارة و تتراوح ما بين 0.2% و 2%. و عادة لا يستلم المستثمرون فاتورة صريحة بقيمة هذه المصاريف بل تخصم بشكل دوري من قيمة استثماراتهم مما يخفض قيمة محفظتهم.

بالإضافة إلى المصاريف الإدارية أنفة الذكر، تتقاضى صناديق الاستثمار عمولات مقابل مصاريفها التسويقية و التوزيعية و تستخدم بشكل رئيسي لدفع أجرة السماسرة و المستشارين الماليين الذين يبيعون وحدات الصندوق للجمهور. يستطيع المستثمرون تجنب هذه المصاريف من خلال شراء الوحدات مباشرة من الصندوق.

2- عمولة الدخول إلى الصندوق: وهو النوع الذي يميل إلى تحميل المستثمر عمولة بيع عالية نتيجة قيام الصناديق بتسويق الوثائق من خلال منافذ توزيع فتحمل المستثمر الذي يشتري الوثيقة رسوم الشراء أي يحمل المشتري بتكلفة البيع (تتراوح العمولة ما بين 8.5% على المبالغ الصغيرة و 1% على المبالغ الكبيرة وهي عبارة عن الفرق بين سعر الشراء و سعر البيع).

3- عمولة الخروج من الصندوق: وهو النوع الذي لا يتقاضى عمولة عند شراء المستثمر للسهم ، ولكنه يأخذ عمولة عندما يقوم المستثمر ببيع سهمه ، وتتراوح نسبة العمولة في هذه الحالة ما بين 4% و 6% . وتنخفض هذه العمولة كلما طالت مدة الاحتفاظ بالسهم .

أسئلة وتمارين:

- 1- ماهي مزايا الاستثمار في صناديق الاستثمار لصغار المستثمرين؟
- 2- لماذا قد تختلف أسعار وحدات الصناديق ذات النهاية المغلقة عن صافي قيمة الوحدة بينما لا تختلف في حالة الصناديق ذات النهاية المفتوحة؟
- 3- ماهي مزايا و عيوب صناديق الاستثمار المتداولة مقارنة بصناديق الاستثمار العادية؟
- 4- ماهو الفرق بين صناديق التحوط و صناديق الاستثمار العادية؟
- 5- إذا كانت قيمة الوحدة في صندوق ذي نهاية مفتوحة \$10.70 و كانت وحدات الصندوق تباع بعمولة 6% عند الدخول للصندوق فما هو السعر المعروض للوحدة؟
- 6- إذا كان السعر المعروض للوحدة في صندوق ذي نهاية مفتوحة \$12.30 وكانت وحدات الصندوق تباع بعمولة 5% عند الدخول فما هو صافي قيمة الوحدة؟

7- تتكون محفظة صندوق مجموعة التوفيق للاستثمار من الأسهم التالية:

الشركة	عدد الأسهم	سعر السهم السوقي
أ	200000	35
ب	300000	40
ج	400000	20
د	600000	25

فإذا علمت أنه لا توجد ديون على هذا الصندوق و إنما ترتبت عليه مصاريف إدارية بلغت 30000 دولار و كان عدد وحدات هذا الصندوق 4 ملايين وحدة فما هو صافي قيمة الوحدة؟

8- بالعودة إلى السؤال رقم 7، إذا افترضنا أن صندوق التوفيق قد تخلص خلال العام من جميع أسهم الشركة (د) و استبدلها ب 200000 سهم من شركة أخرى (ت) بسعر 50 دولاراً و ب 200000 سهم من شركة أخرى (ز) فما هو معدل دوران (تغير) المحفظة؟

9- إن صندوق الأمان هو صندوق ذو نهاية مغلقة. بمحفظة استثمارية تبلغ قيمتها 200 مليون دولار و عليه التزامات تبلغ 3 مليون دولار و عدد الوحدات القائمة في الصندوق 5 ملايين وحدة:

أ. ماهو صافي قيمة الوحدة؟
ب. إذا كان سعر وحدة الصندوق في السوق 36 دولاراً فما هو مقدار الخصم أو العلاوة كنسبة مئوية من صافي قيمة الوحدة؟

10- بدأ صندوق الاتحاد السنة المالية بصافي قيمة وحدة بلغت 12.5

دولاراً و في نهاية العام كان صافي قيمة الوحدة 12.1 دولار و قد وزع

الصندوق أرباح دخل و أرباح رأسمالية خلال العام بلغت 1.5 دولار

للوحدة. فما هو معدل العائد على الاستثمار في الصندوق؟

11- يستطيع مستثمر الاختيار بين الاستثمار في صندوق استثماري

عمولة الدخول إليه 4% و مصاريفه السنوية 0.5% أو الاستثمار في شهادة

إيداع تعطي فائدة مقدارها 6%:

أ. إذا كنت ترغب بالاستثمار لمدة عامين فما هو معدل العائد السنوي الذي

يجب أن يحققه في الصندوق ليكون الاستثمار في الصندوق أكثر جاذبية من

الاستثمار في شهادة الإيداع (بافتراض إعادة استثمار العائد المتحقق)؟

ب. هل تتغير إجابتك إذا كنت تنوي الاستثمار لمدة ست سنوات بدلا من سنتين؟

و لماذا؟

ت. إذا كان الصندوق السابق يتقاضى عمولة سنوية قدرها 0.75% فقط فما هو

معدل العائد الذي يجب أن يحققه الصندوق ليكون الاستثمار في الصندوق أكثر

جاذبية من الاستثمار في شهادة الإيداع؟ هل تعتمد إجابتك على مدة الاستثمار؟



الفصل الثاني عشر: الأزمات المالية





1.12. أزمة جنوب شرق آسيا

تعطي أزمة جنوب شرق آسيا مثلاً جيداً للعلاقة الترابطية الموجودة ما بين سوق العملات الأجنبية و باقي الأسواق المالية. حيث تسببت أزمة جنوب شرق آسيا في حدوث تقلبات حادة في أسعار مختلف الأوراق المالية. إن العلاقة التكاملية المرتفعة بين الأسواق المالية اليوم جعلت كل سوق مالية عرضة (بشكل أو بآخر) للتقلبات التي تحدث في أية سوق مالية أخرى.

1.1.12. بداية أزمة جنوب شرق آسيا:

حتى تموز من عام 1997 كانت تايلاند من أسرع اقتصاديات العالم نمواً حتى أنها كانت الأعلى نمواً على الإطلاق خلال الفترة بين عامي 1985 و 1994. ساهمت معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة في ارتفاع معدلات الإنفاق الاستهلاكي مما نجم عنه انخفاض في معدلات الادخار وفرض ضغوط تضخمية، وارتفاع في أسعار العقارات وكذلك ارتفاع في أسعار الفائدة. تشير نظرية تعادل القوة الشرائية إلى أن عملات الدول ذات معدلات التضخم المرتفعة تميل إلى الانخفاض مقابل عملات الدول ذات معدلات التضخم المنخفضة. لكن هذه النظرية لم تكن تطبق على أرض الواقع قبل تموز من عام 1997 بسبب ربط عملة تايلاند (بات تايلاندي) بالدولار مما جعل تايلاند مركز جذب للمستثمرين الأجانب لأنهم يستطيعون تحقيق عائد مرتفع من أسعار الفائدة المرتفعة دون أن يخافوا من حدوث انخفاض كبير في سعر صرف البات التايلاندي مقابل الدولار الأمريكي.

أ. تدفق الأموال إلى تايلاند:

إن التدفق الضخم لرؤوس الأموال الأجنبية إلى تايلاند جعلها عرضة لاحتمال هروب تلك الأموال إن فقد المستثمرون الأجانب الثقة في الاقتصاد التايلاندي. ونظراً للأحجام الضخمة من القروض الخطرة والخوف من حدوث هروب ضخم للأموال من الاقتصاد التايلاندي جعل الكثير يطلقون على تايلاند لقب "بيت من ورق، ينتظر الانهيار".

ب. المنافسة التصديرية:

خفضت الصين عام 1994 سعر صرف عملتها مقابل الدولار الأمريكي بنسبة 55% مما زاد الميزة التنافسية للصادرات الصينية وأضر بصادرات دول جنوب شرق آسيا. تلا ذلك أن ارتفع سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني والعملات الأوروبية خلال النصف الأول من عام 1997. ونظراً لربط البات التايلاندي بالدولار ارتفعت قيمة البات التايلاندي مقابل الين الياباني و العملات الأوروبية أيضاً مما أضعف القدرة التنافسية لمنتجات تايلاند في الأسواق العالمية وأثر سلباً في مبيعات وأرباح الشركات التايلاندية.

ت. الضغوط على العملة التايلاندية (البات التايلاندي):

عندما أدرك المستثمرون الأجانب نقاط الضعف السابقة بدؤوا بتحويل استثماراتهم في العملة التايلاندية إلى عملاتهم لاسيما الدولار الأمريكي عبر بيع البات التايلاندي مما زاد عرضه مقابل زيادة الطلب على الدولار الأمريكي. وفي 2 تموز 1997 تم فك الارتباط بين البات والدولار الأمريكي. حاول البنك المركزي التايلاندي دعم العملة التايلاندية عبر التدخل في سوق الصرف الأجنبي فأبرم عقود مبادلة مع عدد من البنوك المركزية لمبادلة البات التايلاندي مع الدولار الأمريكي ومن

ثم استخدم احتياطي الدولار الأمريكي في شراء البات التايلاندي في سوق الصرف الأجنبي (يتطلب عقد المبادلة أن يعيد البنك المركزي الدولارات الأمريكي للبنوك المركزية التي تم إبرام عقد المبادلة معها في المستقبل). لكن أحجام الطلب المرتفعة على الدولار الأمريكي فاق العرض من الدولار الأمريكي مما دفع الحكومة إلى إعلان عجزها عن الدفاع عن قيمة البات التايلاندي. وفي نهاية شهر تموز تراجعت قيمة البات بأكثر من 20% مقابل الدولار.

ث. حزمة الإنقاذ المقدمة إلى تايلاند:

في الخامس من آب عام 1997 وافق صندوق النقد الدولي وعدة دول أخرى على تقديم حزمة إنقاذ بقيمة 16 مليار دولار أمريكي وقد ساهمت اليابان وصندوق النقد الدولي بأربعة مليارات بينما قدمت بقية الدول باقي المبلغ. شكلت حزمة الإنقاذ تلك أكبر حزمة إنقاذ تقدم لدولة واحدة (بعد أزمة المكسيك التي تلقت 50 مليار دولار عام 1995). وفي سبيل الحصول على حزمة الإنقاذ تلك وافقت تايلاند على تخفيض عجز الموازنة، ضبط التضخم بحيث لا يتجاوز 9%، رفع ضريبة القيمة المضافة (ضريبة المبيعات) من 7% إلى 10%، و تصحيح ميزانيات البنوك التي تعاني من مشكلة القروض المتعثرة.

2.1.12. انتشار الأزمة في دول جنوب شرق آسيا وحول العالم

انتشرت عدوى الأزمة المالية بين دول جنوب شرق آسيا بسبب تكامل اقتصاديات تلك الدول بفعل العقود التجارية الموقعة بين الشركات العاملة في تلك الدول وكذلك بسبب اعتمادهم الكبير على رؤوس الأموال الأجنبية. إن انخفاض قيمة العملة التايلاندية بفعل الأزمة خفض طلب تايلاند على بضائع دول المنطقة مما أضر

باقتصاديات تلك الدول و أدى أيضا إلى هروب رؤوس الأموال الأجنبية من البلاد واضطر تلك الدول أيضا إلى رفع أسعار الفائدة مما خفّض ناتجهم القومي أيضا.

وكان من أكبر المتأثرين بالأزمة المالية كوريا الجنوبية التي عجزت شركاتها عن سداد ديونها بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها من دول المنطقة وجعلها عرضة للإفلاس. وقد وافق صندوق النقد الدولي على منحها حزمة إنقاذ بقيمة 55 مليار دولار في كانون أول 1997 على أن تخفّض كوريا الجنوبية من نموها الاقتصادي وتحد من القروض التي تمنحها المجموعات الاقتصادية لشركاتها.

كما تأثرت اليابان بأزمة جنوب شرق آسيا لعدة أسباب: حيث انخفضت صادرات اليابان إلى دول المنطقة كما أن للشركات اليابانية شركات تابعة في كثير من تلك الدول مما جعلها عرضة للظروف الاقتصادية لتلك الدول كما لو كانت شركة محلية. إن انخفاض صادرات وأرباح الشركات اليابانية جعلها عاجزة عن سداد ديونها وعرضة للإفلاس.

كما تأثرت عملات دول جنوب شرق آسيا بالأزمة المالية حيث انخفضت أسعار صرف تلك العملات بلا استثناء في تموز وآب من عام 1997. فعلى سبيل المثال، استخدم البنك المركزي الأندونيسي أكثر من 500 مليون دولار أمريكي للدفاع عن قيمة عملتها لكنها أعلنت فشلها في منتصف آب وأعلنت تعويم عملتها نظراً لضخامة الضغوط التي تعرضت لها العملة حيث حصلت أندونيسيا أيضا على حزمة إنقاذ في ربيع عام 1998 من صندوق النقد الدولي بقيمة 43 مليار دولار.

وقد أصابت تداعيات الأزمة المالية حتى الشركات الأوروبية (على الرغم من معدل النمو المرتفع في الدول الأوروبية في ذلك الوقت) و الأمريكية حيث تضررت

الشركات الأوروبية والأمريكية التي تعتمد بشكل رئيسي على أنشطتها في دول تلك المنطقة كشركة IBM، وموتورولا و HP و Nike حيث انخفضت قيمة أرباح تلك الشركات المحولة إلى شركاتها الأم و ذلك بسبب انخفاض قيم عملات تلك الدول كما علقت شركات أمريكية هندسية وإنشائية عقودها في تلك الدول . ساهم ذلك كله في انخفاض أسعار أسهم تلك الشركات في البورصات الأوروبية والأمريكية.

3.1.12. الدروس المستفادة من أزمة جنوب شرق آسيا:

أظهرت أزمة جنوب شرق آسيا بشكل جلي أن الأسواق المالية العالمية عرضة للهزات الاقتصادية التي تصيب مختلف دول العالم، كما يلي:

1. أظهرت الأزمة المالية الآسيوية أن قيم العملات تنخفض بشكل كبير عندما يفقد المستثمرون (محليين و أجانب) ثقتهم بقدرة المصرف المركزي على الدفاع عن تلك العملات مما يدفعهم إلى الهروب بأموالهم خارج الدولة. وقد أظهرت الأزمة المالية انخفاض في عملة ماليزيا بنسبة 37% وتايلاند بنسبة 38% و أندونيسيا بنسبة 84%.

2. كما أظهرت الأزمة الآسيوية تأثير هروب رؤوس الأموال على أسعار الفائدة حيث ارتفعت أسعار الفائدة بشكل ملحوظ إما بسبب هروب الأموال (نتيجة فقدان الثقة بقدرة البنوك المركزية في الدفاع عن عملاتها) أو محاولات التدخل الحكومي غير المباشر أو للسببين معا. حيث وصلت أسعار الفائدة في تايلاند إلى 45% وفي ماليزيا إلى 63% مثلاً.

3. تأثرت الأسواق المالية العالمية بأزمة جنوب شرق آسيا. حيث انخفضت أسعار السندات وأدوات السوق النقدي المصدرة في تلك الدول بسبب ارتفاع أسعار الفائدة الخالية من المخاطر وكذلك بسبب ارتفاع علاوة المخاطر بسبب تدهور

الأوضاع الاقتصادية في تلك الدول. كما أن أسعار الأسهم قد تراجعت بسبب انخفاض التدفقات النقدية المتوقعة للشركات المصدرة لتلك الأسهم وكذلك بسبب ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار بتلك الأسهم. حيث تراجعت مؤشرات أسعار أسهم تلك الدول بنسب كبيرة حيث خسرت سوق أسهم تايلاند 86% من قيمتها، و ماليزيا 75% من قيمتها، وأندونيسيا 88% من قيمتها. كما أن تراجع أسعار الأسهم و السندات في تلك الدول أدى انخفاض ثروات مواطنيها ومن ثم تراجع مستويات انفاقهم.

4. إن الاعتماد على رأس المال الأجنبي في تمويل النمو الاقتصادي السريع في دول جنوب شرق آسيا أضر باقتصاديات تلك الدول حيث جعلها عرضة لسلوك المضاربين وتحركات رأس المال الساخن. وهذا ما أثبتته الأزمة الآسيوية والهزات الاقتصادية التي أصابت دول أمريكا اللاتينية لاسيما المكسيك.

5. ظهر بوضوح من الأزمة الآسيوية درجة تكامل الاقتصاديات العالمية وترابطها لاسيما خلال الأزمة. فكما أن تقلبات الاقتصاد الأمريكي والأوروبي تؤثر في اقتصاديات الدول النامية فإن العكس أيضا صحيح. كما أن البنوك المركزية قد تنجح في تخفيف الضغط الذي تواجهه عملائها إلا أنها لا تستطيع عزل اقتصادياتها بشكل كامل عما يحدث في اقتصاديات الدول التي تعاني بسبب الأزمة.

2.12. أزمة الرهن العقاري

1.2.12. التحليل الاقتصادي للأزمة المالية

إن فهم الأزمة المالية العالمية في سياقها المحلي أو العالمي يتطلب العودة إلى أصل المشكلة التي تظهر أولاً في أسواق المال، لكنها أساساً تبدأ في بنية الانتاج المادي والاقتصادي، أي تبدأ كأزمة اقتصادية وتكتسب سمات وملامح متعددة بحيث تشكل الأزمة المالية إحدى تجليات هذه الأزمة. ولكي نستطيع فهم الأزمة في سياقها العام، ينبغي العودة إلى منهج الاقتصاد السياسي لتحليل الأزمة الاقتصادية بعده تاريخياً وتنموياً شاملاً ينحاز لشرطه التاريخي وسياقه الفلسفي النقدي، في تناول أو رؤية شاملة ونقدية للظاهرة وتحليلاتها كما في أسبابها: الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، فلا يقتصر التناول هنا على جانب اقتصادي - الاقتصادي لوحده يصبح تحليلياً فنياً محضاً -، فتبدو الأزمة كما لو أنها أزمة مالية بحتة، وبذلك يتجاهل التحليل بعدها المادي التاريخي، بعدها أزمة بنيوية لنظام اقتصادي وسياسي واجتماعي.

1. الأسباب الجوهرية:

ترتبط معرفة الأسباب الجوهرية للأزمة بتحليل المدخل الأساسي لها، وهو مدخل التبادل النقدي وسياق التداول أو عرض النقود، وبالتالي استخدام النقود كأدوات سيطرة وتحكم في السوق المالية والنقدية، تعبيراً عن السيطرة ذاتها على هياكل وبنى الإنتاج، وهنا يتسم الخطاب الرأسمالي بكونه سطحياً وإيديولوجياً مبتذلاً يذهب إلى تجليات الأزمة أو الحدث باعتبارها أعراضاً طارئة، فلا ينفذ إلى عمق أو طبيعة النظام الرأسمالي المنتج بالأساس للأزمة دورياً، لتصبح المعالجة هنا كتوظيف سياسي واقتصادي للأزمة، حيث يقتصر الحديث هنا عن خلل الأسواق، لكن الأسواق وجدت تاريخياً

منذ آلاف السنين، وفي بني اجتماعية واقتصادية متعددة وسابقة على منطق الأزمة، إذ ينبغي أن يذهب سياق التحليل هنا إلى ربط منطق السوق بنظام اقتصادي محدد بعينه ، حيث تعمل الأسواق بأدواتها وآلياتها، كذلك لا يستقيم منطق التحليل بربطه بنظام اقتصادي رأسمالي وكفى، لأن الرأسمالية تعود إلى أكثر من خمسة قرون، وليست منتجة للضرورة على طول التاريخ وكفى، إلا في تحلي وظهور أو نضج للنظام الرأسمالي بعينه، وتحديدًا في مرحلته المعاصرة، التي تتسم بسيطرة احتكارية لقوى ومصالح الرأسمال، المتجسدة في هيمنة متعددة الجنسيات لهذه الشركات ، رأسمالية احتكارية، تنتج أقلية احتكارية، تسيطر على الاقتصاديات المعولة، فتتحكم بالقرارات السياسية أيضاً، فاعلون عالميون، يهتمون لمصالح الرأسمال ويحكمون العالم، فلا تبدو الأنظمة السياسية غير تعبير صريح لمصالح فئات أو طبقات اقتصادية، لكنها تتميز بالتنوع الإنتاجي العالمي والاستثمارات المعولة، التي تفتح الأسواق المعاصرة ، مجالا لتداول مصالح ورأسمال وسلع كونية .

إن النظام الرأسمالي العالمي اليوم، وقد تعولت الأسواق والسلع ، يشكل تمثيلا لقرارات الأقلية العالمية، المحتكرة للقرارات والمصالح والأرباح ، حيث تكتسي رأسمالية اليوم الطبيعة المالية المعولة أيضاً ، بمعنى أن الاحتكارات الإنتاجية العالمية وقد سيّلت أصولها الإنتاجية لتسريع دورة الرأسمال وتحقيق أرباح خيالية ، فتأتي الأسواق المالية تعبيرا عن رغبة الرأسمال العالمي باختصار دورة إرباحه لتعظيمها، الأمر الذي يتجاهله التحليل المالي والفني للضرورة ، حيث لا ترى الاحتكارات العالمية في الأزمة المالية أكثر من كونها أزمة عرضية وخلل في آليات الأسواق، ما تلبث الأسواق ذاتها أن تعيد تصحيحها، لتصبح أزمة أسواق نقد ومال، وليس أزمة نظام رأسمالي في مرحلته المعاصرة والمعولة ، أزمة أسواق مالية، وليس أزمة بنيوية ونتاج طبيعي للاستقطاب الكامن في

صلب النظام الاقتصادي العالمي ، حيث تنقل طبيعة القرار الاقتصادي وتوزيع الثروة والأرباح من دائرة الإنتاج المادي، إلى مستوى الأرباح والأجور وسرقة فائض القيمة، لتبدو الأرباح المالية المترتبة على دورة وتوظيف المشتقات المالية ، كما لو أنها نتاج تدخل مؤسسات مالية كبرى واحتكارية، التي لا تنتج بالأساس ربحاً أو قيمة مادية، بل تتدخل لإعادة توزيعها في التوظيفات المالية، بسحبها من اقتصاد السوق المادي، لصالح رأسمالية احتكارية ومالية، تقوم في صناعة قراراتها وفقاً لمصالح الرأسمال الاحتكاري مما ينتج خللاً في نمو التوظيفات المالية والبنى الإنتاجية والمادية، الأمر الذي لا يلبث أن ينتج فائضاً مالياً هائلاً، خارج إطار السيطرة الإنتاجية، ليتحول إلى فقاعة مالية منفصلة من الضوابط والرقابة اللازمة لضرورة التوزيع بين الأجور والأرباح .

2. الأسباب التقليدية :

ولعلّ في القانون النقدي الذي يحدد حجم السيولة أو الكتلة النقدية في السوق، بأنها ينبغي ألا تتجاوز قيمة الإنتاج المادي السنوي أو الكتلة السلعية، مقسومة على سرعة دوران النقد ، يكمن إيجاد التفسير السهل لمنطق الأزمة المالية وبالتالي الاقتصادية، ذلك أنه في اللحظة التي انفصلت فيها دورة الرأسمال المالي عن دورة الرأسمال الإنتاجي، وانتقل قرار التحكم بالأسواق والياتها وقراراتها ، من مرحلة الإنتاج إلى مرحلة التبادل والتداول، انتقل النظام الرأسمالي إلى منطق التناقض الجوهرى للأسواق والنظام ذاته، فإذا كان حجم التوظيفات المالية على المستوى العالمي قد وصلت إلى ألفي تريليون دولار، في الوقت الذي لم يتجاوز فيه الإنتاج العالمي الـ 44 تريليون دولار، يكون حجم النقد المتداول عالمياً أكبر بـ 45 مرة من كلفة أو ثمن الإنتاج المادي ، وبمعنى آخر، إن حجم التوظيف الرأسمالي المادي أو الصناعي لا ينتج عادة مردوداً أكثر من 10% ، لكنه يصل أحياناً في التوظيفات المالية إلى أكثر من 45 ضعفاً، مع أنه ليست جميع

المبادلات بالدولار، مما يبدو أن حجم المبادلات المالية ، تتجاوز ضرورة الدورة السلعية أو احتياجات التبادل العالمي أو التجارة الدولية، وفي مقابل تلك السرعة والحجم للمبادلات والتوظيفات المالية في أسواق المال والنقد، تبدو بنية الإنتاج المادي بطيئة ومتعثرة ومصابة بركود، وبالتالي بحجم كبير من التضخم، مقابل انفلات أدوات الضبط والرقابة المالية، أو ما يعتقد أنه جموح المصارف وفشل الأسواق، وهكذا، وفي مقابل تباطؤ النمو العالمي، يبدو جموح الرأسمال المالي مضارباً ويحمل صفة طفيلية غير منتجة، وحين يصل الأمر بحجم هذا الفائض العالمي إلى مرحلة الانفلات وفقدان السيطرة، يحتاج الأمر إلى إعادة تدويره بخلق مناخات عالمية لتبديده وإعادة إنتاجه، التسليح مثلاً، الحروب وتصديرها، فالحرب العراقية لوحدها كلفت 800 مليار دولار، مع أن النموذج الليبرالي للاقتصاديات الحرة، هو الذي ابتكر تحرير الأسواق من الضوابط المالية ، حيث ألغت وزارة الخزانة الأمريكية في العام 1999، كل القيود على النظام المالي، اتساقاً مع انتشار وتسويق تحالف واشنطن مع المؤسسات الدولية (الصندوق والبنك) في تعميم النموذج النيوليبرالي وتقليص دور الدولة واعتبار ذلك بمثابة إعلان لسياسات مقدسة في الإصلاح وتحرير الاقتصاد .

3. المعالجات الطارئة للآزمة :

يتمثل تناول الخطاب الرأسمالي المعاصر عن علاج للآزمة المالية، في كونه لا يتجاوز مجرد مقاربات أخلاقية سياسية وفنية لترشيد الدورة المالية، وكما لو أنها أزمة سيولة وائتمان فقط، فلنأخذ مثلاً على ذلك، فقد بلغ حجم الإقراض المصرفي في أمريكا لوحدها ما قيمته 70 تريليون دولار، العقاري منها 11 تريليون ونظيره أيضاً قروض استهلاكي، فالمصارف تفقد السيولة بعدها، المقترضون يعجزون عن السداد، الفائدة تنخفض، الإقراض أكثر سهولة، فتتخفض أسعار العقارات أمام

العرض الكبير، تباع المصارف قروضها إلى شركات مالية، تعيد هذه وتصدرها كسندات مالية، وتؤمن عليها لدى شركات التأمين، بضمانة المنازل المرهونة، وحين تطرحها للبيع يظهر أنها بيعت عدة مرات، والنتيجة هي انهيار النظام المالي والتسليفي للبنوك وشركات التأمين، فحتى الاحتياط الإلزامي، لم يعد موجوداً، تنهار التوظيفات والنظام بمجمله، تتدخل الحكومة ضامنة ومشتريّة ومشاركة في الرأسمال والإدارة أحياناً، النظام يصحح نفسه بأدوات التدخل الطارئة، الفنية والسياسة والتي تمثل المصالح الاقتصادية لكبرى الشركات والاحتكارات صاحبة القرارات الأساسية في الأسواق، والنتيجة أن المستهلكين والمقترضين وأصحاب الدخول الصغيرة والمتوسطة الذين لا يمثلهم النظام المالي في مصالحهم وقوتهم يدفعون الثمن، فتختفي أموالهم، تشارك الحكومة والنظام في إدارة اللعبة، ويعود النظام المالي إلى تعافيه تدريجياً بعد سنوات قليلة .

النتيجة: إن الجوهر في الأزمة التي تبدو مالية لا يُمس ولا يقترب منه بنيويًا، كما لو أن الخلل مجرد لآليات الأسواق، ويعود النظام الاقتصادي الرأسمالي بعدها، أكثر كفاءة وجدارة وتستمر الحياة، سلطة الاحتكارات لا تتغير، أدوات التدخل المالية بحثة، وقد يتم اللجوء أحياناً إلى أنظمة خليجية عربية لتوفير السيولة مقابل سندات سيادية، ويستمر التوزيع المخلّ للأرباح، الحكومة تؤمم خسائر الشركات أو تشارك في إدارتها، كما لو أنه نظام اشتراكي، ويدفع الشعب ودافعي الضرائب عبء كل ذلك، الأرباح ترحل إلى مجالات احتكارية أخرى واللجوء إلى نمط الدولة التدخلية يظلّ عرضياً ومؤقتاً، تنفذ الأسواق، تتكرر الأزمات دورياً وتاريخياً، الرأسمالية تعيد إنتاج نفسها، بعد تصحيح عارض ومؤقت لأدوات السوق المالية ذاتها، والنظام الاقتصادي

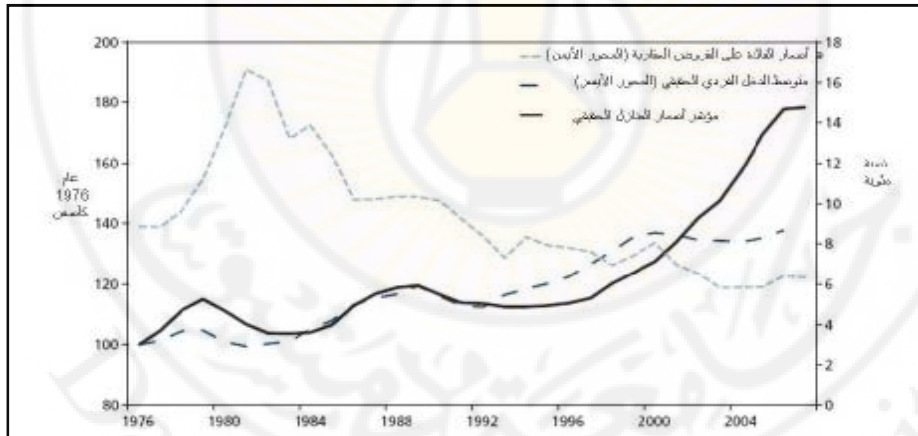
الرأسمالي الاحتكاري العالمي لا يمس في جوهره، ويظل ينتج وسينتج أزماته على الدوام، فالبدائل المتوخاة تاريخياً لتجاوزه، ليست قائمة .

2.2.12. التحليل المالي للآزمة

يعيد التحليل المالي جذور أزمة الرهن العقاري التي أصابت الأسواق المالية الأمريكية والعالمية منذ آب 2007 إلى الفقاعة السعرية التي ترافقت مع أدوات مالية مبتكرة أخفت المخاطر الحقيقية لتلك الأدوات إضافة إلى فشل الجهات الرقابية والإشرافية في ضبط المضاربات و عجز في سياسات إدارة المخاطر في البنوك و المؤسسات المالية الأخرى. سنوضح فيما يلي الدور الذي لعبه مقدم قروض الرهن العقاري مروراً بمصدر التزامات الدين المضمونة (Collateralized Debt Obligations)، ومن ثم شركات التأمين التي وفرت التأمين على تلك الالتزامات فوكالات التصنيف الائتماني ختاماً بالمستثمرين في تلك الالتزامات.

1. الطلب المرتفع على العقارات والنظر إلى الاستثمار العقاري على أنه منخفض الخطورة: حيث تشكلت فقاعة سعرية في سوق العقارات الأمريكية مع ارتفاع أسعار العقارات في مختلف الولايات الأمريكية منذ منتصف التسعينيات حتى عام 2006 حتى ابتعدت تلك الأسعار عن أساسيات السوق لاسيما مستوى دخول الأفراد. وقد لاقت أسعار العقارات دعماً من التوقعات التي كانت تشير إلى حدوث مزيد من الارتفاعات مما دفع مزيداً من الأفراد إلى الإقبال على القروض العقارية لاسيما غير الجديرين ائتمانياً الذين كانت حصتهم من القروض العقارية لا تكاد تذكر قبل عام 2000 ثم مالبت أن تطورت بشكل سريع لاسيما مع قدر كبير من العروض و التسهيلات المقدمة من قبل المقرضين (دون دفعة عربون، دفعات أولى منخفضة، أسعار فائدة متغيرة،...).

السبب الثاني وراء ارتفاع الطلب على العقارات هو ارتفاع الدخل الفردي بشكل كبير لاسيما في الفترة ما بين 1995 و 2000 مما ساعد الأفراد على الحصول على قروض عقارية أكبر كما زاد في حجم الطلب على القروض العقارية. أما السبب الثالث وراء ارتفاع أسعار العقارات فهو انخفاض أسعار الفائدة. ففي حين وصلت أسعار الفائدة إلى مستويات قياسية في سبعينيات وبداية ثمانينيات القرن الماضي، بدأت أسعار الفائدة الاسمية منذ بداية الثمانينيات بالانخفاض وحتى أسعار الفائدة الحقيقية انخفضت ولو بشكل طفيف مما ساهم في زيادة الطلب على العقارات وبالتالي القروض العقارية. ويظهر الشكل التالي تطور أسعار العقارات و الدخل الفردي وأسعار الفائدة خلال الفترة من 1976 حتى 2007.



2. تغير نمط الإقراض العقاري باتجاه المقترضين منخفضي الملاءة: فمع تعافي الاقتصاد الأمريكي منذ عام 2001 توسع الإقراض العقاري لكن حصة متزايدة من الإقراض العقاري كان للمقترضين منخفضي الجودة الائتمانية حتى

وصلت إلى 48% عام 2006، أي تقريبا نصف القروض الممنوحة عام 2006 كان لمقترضين منخفضي الملاءة.

3. التسهيلات الإدارية والقانونية المقدمة للمقترضين والتي شجعت مزيدا من الاشخاص على طلب الحصول على القروض العقارية. فعلى سبيل المثال مُنح المقترضون حق السداد المبكر للقروض دون أية غرامات مما جعل القرض العقاري مغرياً على الأمد القصير مع إمكانية تأمين تمويل بديل بالمستقبل بشروط أفضل. كما أن القوانين النافذة في بعض الولايات جعلت أقصى عقوبة قد يتعرض لها المقترض هي مغادرة المنزل الممول بالقرض دون أن تتم ملاحقته قضائياً بأي فوائد أو أصل القرض.

4. إن جميع تلك التسهيلات و الابتكارات المقدمة من قبل المقرضين في سوق الرهن العقاري لم تكن وحدها كافية لحصول المقترضين غير الجديرين ائتمانياً على القروض العقارية لولا الأدوات المالية المبتكرة في توريق قروض الرهن العقاري و بيعها. فعندما كان يتم تمويل قروض الرهن العقاري من قبل المؤسسات المالية دون اللجوء للتوريق كانت قدرة تلك المؤسسات على تقديم القروض العقارية محدودة بأحجام ميزانيتها. ومع استخدام التوريق صار بمقدور المؤسسات المقرضة بيع تلك القروض لطرف ثالث و إبعادها عن ميزانيتها واستخدام المتحصلات من بيع تلك القروض في منح المزيد من القروض العقارية وقد ساهم بذلك إلى حد بعيد إنشاء الوكالات الحكومية ممثلة بفاني ماي و فريدي ماك عامي 1938 و 1970 على التوالي بهدف شراء قروض الرهن العقاري من المؤسسات المالية بشرط تحقيق عدد من

الشروط الائتمانية. لكنهما بدأتا منذ عام 2004 بشراء القروض منخفضة الجودة بعد ضغوط حكومية بهدف تأمين السكن لذوي الدخل المنخفض.

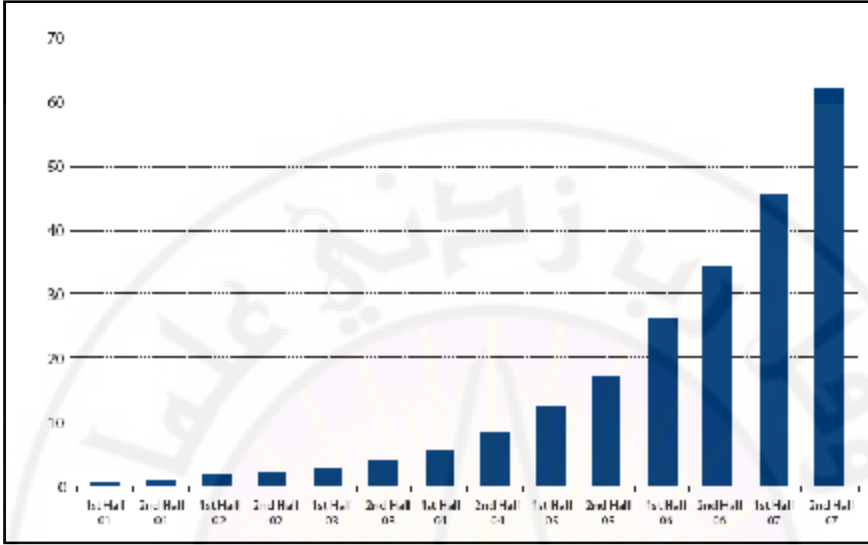
5. وخلال السنوات العشر الأخيرة، طورت بنوك الاستثمار و البنوك التجارية أساليب مبتكرة لتوريق قروض الرهن العقاري فيما يسمى التزامات الدين المضمونة (CDOs). فبدلاً من بيع أوراق مالية من نوع واحد مقابل محفظة القروض، يتم إصدار أوراق مالية مختلفة العائد والمخاطرة حيث تم تقسيم التدفقات النقدية الناجمة عن قروض الرهن العقاري إلى شرائح لتروق لفئات مختلفة من المستثمرين بتفضيلات مختلفة للمخاطر.

حيث يشتري مصدر هذه الالتزامات مستحقات القروض العقارية ثم ينقلها إلى شركة ذات هدف محدد (SPV) لتحتفظ بها بعيداً عن ميزانية المصدر و تصدر في مقابلها التزامات الدين المضمونة التي تقسم عادة إلى ثلاث شرائح: ممتازة، متوسطة و رديئة بحسب أولوية السداد و تستخدم أية مبالغ مستلمة من محفظة القروض لسداد فوائد وأقساط الشريحة الممتازة ثم الشريحة المتوسطة فالرديئة. ويوضح الشكل التالي الشرائح المختلفة وما تمثله من المحفظة الاجمالية:



6. إن تصميم التزامات الدين المضمونة كما أشرنا ساعد مصدرها على إقناع وكالات التصنيف الائتماني بمنح تصنيف ائتماني مرتفع للشريحة الممتازة مما يخفض تكلفة الاقتراض والتي حصلت في حالات عدة على تصنيف ممتاز AAA. اعترفت لاحقاً شركات التصنيف الائتماني أن التزامات الدين المضمونة كانت مصممة بشكل جعلها غير قادرة على منحها التصنيف الائتماني المناسب فضلاً عن أخطاء اكتشفت في برامج التصنيف الائتماني أعطت تصنيف ائتماني لإصدارات بأعلى بست درجات مما يجب أن تكون عليه.

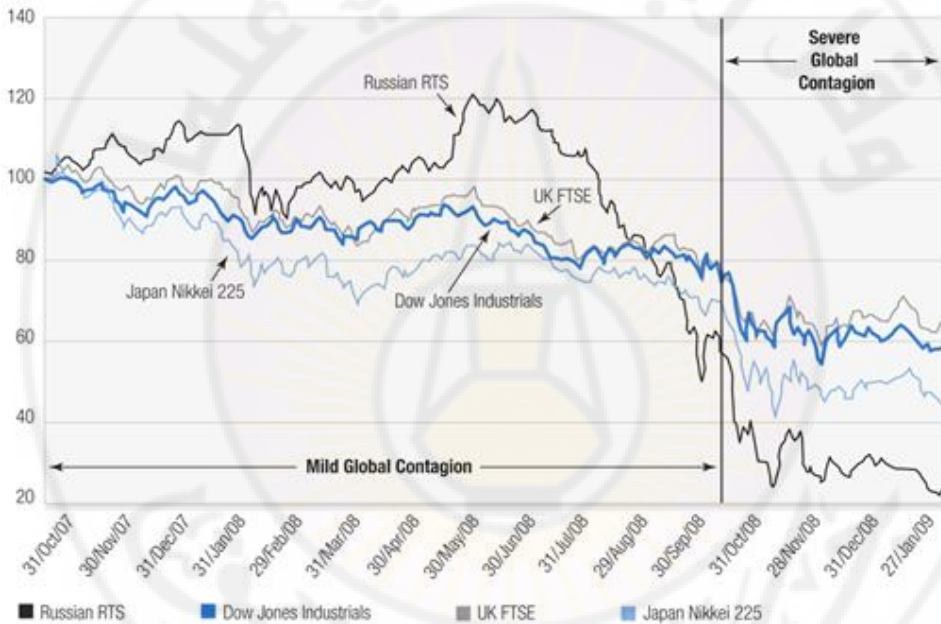
7. ومن أجل رفع مستوى التصنيف الائتماني للالتزامات الدين المضمونة عمد مصدر هذه الأوراق المالية على شراء عقد مبادلة خطر الإفلاس (Credit default swap)، أو بوليصة تأمين وجدت فيها شركات التأمين فرصة للربح بحيث تدفع تلك البوليصة لمشتريها العوائد المتوقعة في حال إفلاس المقترض. كل هذا وفر لقروض الرهن العقاري الرديئة التمويل الضروري الذي زاد الطلب على العقارات ورفع هيب أسعار العقارات. ويظهر الشكل التالي تطور قيمة عقود مبادلة خطر الإفلاس والتي وصلت إلى 60 تريليون دولار عام 2007 حيث باعت شركة AIG وحدها ما قيمته 500 بليون دولار من عقود المبادلة حتى ايلول 2008.



مع ارتفاع حالات الإفلاس وعجز المقرضين عن سداد أقساط القروض بدأت الأزمة العالمية في صيف عام 2007 حيث أخلّى كثير من المقرضين العاجزين عن الدفع مساكنهم وزاد بذلك عرض العقارات وانهارت أسعار المساكن، ولم تعد الأموال المتلقاة من أقساط القروض تكفي لسداد الفوائد لحملة التزامات الدين المضمونة مرتفعة الجودة فضلاً عن تلك منخفضة الجودة مما أدى إلى حدوث انخفاض حاد في قيمة تلك الأوراق و التي أصبح كثير منها بلا قيمة مع ما يرافق ذلك من انهيار في قيم محافظ المؤسسات المالية المستثمرة بها على صعيد العالم.

أدى ذلك إلى انخفاض أسعار أسهم تلك المؤسسات المالية في الولايات المتحدة وخارجها ما نجم عنه تراجع حاد في بورصة نيويورك والبورصات العالمية حتى اضطرت بورصة نيويورك وسوق لندن المالي إلى تعليق عمليات البيع على المكشوف على أسهم الشركات المالية لفترة محدودة خوفاً من حدوث مزيدٍ من التراجع في أسعار أسهمها.

ويظهر الشكل التالي انتقال عدوى تراجع البورصات العالمية حيث يشير المحور العمودي إلى قيم مؤشر البورصات الأربعة (الروسية، داوجونز الصناعي، فوتسي لندن ، ونيكاي) على اعتبار أن قيم تلك المؤشرات في 31 تشرين أول عام 2007 هي 100. ويظهر في المحور الأفقي الزمن حيث انخفضت الأسواق بشدة منذ منتصف شهر أيلول 2008 بفعل الأزمة.



Source: "The U.S. Financial Crisis: The Global Dimension with Implications for U.S. Policy," Dick K. Nanto, Congressional Research Service, Washington, D.C., January 29, 2009, p.11.

كان من أول ضحايا الأزمة المالية العالمية بنك الاستثمار ليمان بروذرز (Lehman Brothers) الذي استثمر بشكل كبير في التزامات الدين المضمونة منخفضة الجودة حيث أعلن إفلاس البنك بعد أن انخفض سعر سهمه في السوق المالي خلال سنة فقط من 67 دولاراً ليصل إلى 3.65 دولار في أيلول 2008. كما تدخلت الحكومة الأمريكية لدعم وكالاتها فاني ماي و فريدي ماك حيث قررت وزارة

الخزانة الأمريكية وضعهما تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما مع كفالة ديونهما حتى 200 مليار دولار.

كما تم إنقاذ عملاق التأمين AIG من الإفلاس الذي تورط في عقود تأمين على تلك الالتزامات بما يقارب نصف تريليون دولار و فاقم في مشاكله أنه تم تخفيض تصنيفه الائتماني. حيث قدم الاحتياطي الفيدرالي و الحكومة الأمريكية مساعدة للشركة بقيمة 85 مليار دولار مقابل تملك مانسته 79.9% من رأسمال الشركة فيما يشبه التأمين.

تلا ذلك تحويل بنكي الاستثمار جولدمان ساكس ومورغان ستانلي إلى بنوك تجارية حيث سمح لهما باستقبال الودائع لتوفير السيولة اللازمة لهما بعد أن كان محظورا على بنوك الاستثمار تلقي الودائع. ويوضح الجدول التالي خسائر عدد من المؤسسات المالية العالمية نتيجة انكشافها على سوق الرهن العقاري الأمريكية والتي أخذت شكل تخفيض في قيمة أصولها:

الخسائر (مليار دولار)	المؤسسة المالية
40.7	Citigroup
38	UBS
31.7	Merrill Lynch
15.6	HSBC
14.9	Bank of America
12.6	Morgan Stanley
12	Royal Bank of Scotland

3.12. أزمة الديون السيادية اليونانية

انضمت اليونان إلى الاتحاد الأوروبي في مطلع عام 1981 لتكون العضو العاشر في الاتحاد الأوروبي وقد عملت الحكومة اليونانية في حينها على توسعة برامج الرفاه الاجتماعي والذي ترافق مع ارتفاع عجز الموازنة والاقتراض الحكومي لأن التوسع في برامج الرفاه لم يمول عبر إصلاحات ضريبية. ترتب على ذلك ارتفاع عجز الموازنة من 32% في عام 1981 حتى 44% عام 1990، كما ارتفعت معدلات التضخم لتصل إلى 18% في الثمانينيات، كما ازدادت مصاريف خدمة الدين الحكومي من 2% من الناتج المحلي الإجمالي عام 1980 إلى 11.4% عام 1992. ولسنوات عديدة كانت نسبة مرتفعة من الضرائب المباشرة تحسّل من الموظفين والمتقاعدين بينما استطاع الأغنياء التهرب من الضريبة. وباختصار ساهم التوسع في الإنفاق الحكومي المترافق مع الاختلالات الضريبية في ازدياد العجز الحكومي وارتفاع مستويات الدين الحكومي.

وعندما انضمت اليونان عام 2000 إلى الاتحاد الاقتصادي والنقدي والأوروبي اعتمدت اليونان اليورو عملة رسمية لها بدلا عن الدراخما ما أتاح لها فرصة الحصول على قروض إضافية بأسعار فائدة تنافسية كما أعطى اليونان فرصة الاقتراض من سوق السندات الأوروبي. وقد ساهم استضافة اليونان للألعاب الأولمبية عام 2004 و السياسة المالية المتساهلة - تخفيض الضرائب وزيادة الإنفاق - في ازدياد المديونية الحكومية بحيث وصل عجز الموازنة عام 2004 إلى 5.3% من الناتج المحلي الإجمالي، بينما ارتفعت نسبة المديونية إلى 112% من الناتج المحلي الإجمالي متجاهلة السقف الذي يفرضه الاتحاد الأوروبي على نسبة عجز الموازنة وحجم الدين الحكومي. كما استقر معدل النمو الاقتصادي خلال الفترة من 2003 إلى 2007 عند مستوى 4% بسبب ارتفاع مستويات الإنفاق الحكومي على مشاريع البنية التحتية و تخفيف شروط

الحصول على القروض. لكن دخول الاقتصاد اليوناني في حالة من الركود في الفترة من 2008-2009 بفعل تداعيات الأزمة المالية العالمية وعجز الحكومة اليونانية في تخفيض عجز الموازنة ما أدى إلى انخفاض معدل النمو الاقتصادي إلى 2.9% عام 2008 و 2.5% عام 2009.

إن حالة عدم التأكد التي أصابت المستثمرين بعد الأزمة المالية العالمية حول مستقبل الاقتصاد الأوروبي تسببت في انخفاض مستوى ثقة المستثمرين في سوق السندات مما أثر سلباً في قدرة عدد من الدول ومنها اليونان على إصدار المزيد من السندات. كما لاح خطر العجز عن السداد لاسيما بعد ازدياد شكوك الأسواق في السياسة المالية اليونانية والعجز المزمع في الموازنة الحكومية ما جعل المستثمرين يقتنعون أن اليونان لن تنجو دون دعم أوروبي.

وما فاقم الوضع سوءاً أن راجعت وكالات التصنيف الائتماني قدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها ما نتج عنه تخفيض التصنيف الائتماني لليونان من قبل "موديز" وستاندارد آند بورز" إلى A2 و BBB+ على التوالي في نهاية عام 2009. ثم تبع ذلك أن خفضت وكالة "فيتش" التصنيف الائتماني للدين الحكومي من A- إلى BBB+. إن تخفيض التصنيف الائتماني الحكومي أدى إلى تخفيض التصنيف الائتماني للكثير من البنوك اليونانية وبالتالي انخفاض أسعار أسهم البنوك الرئيسية بنسبة 20% تقريباً. ونظراً لإدراك المستثمرين لضخامة العجز الحكومي اليوناني الذي فاق السقف المقبول أوروبياً بأربع مرات، تقدم عدد من الدائنين بطلب استرداد سنداقتهم حيث تم استرداد ما قيمته 16 مليار يورو حتى أيار 2010.

إن ارتفاع عجز الموازنة اليونانية إلى 12.7% من الناتج المحلي الإجمالي (الأعلى في منطقة اليورو) ووصول الدين الحكومي إلى أكثر من 100% من الناتج المحلي

الإجمالي عام 2009 ازدادت الشكوك في قدرة اليونان على الوفاء بالتزاماتها ما رفع معدل العائد المطلوب على سندات الدين الحكومية في كانون ثاني 2010 إلى 7.1% وهو أعلى معدل عائد مطلوب على سندات الدين الحكومية منذ انضمام اليونان إلى منطقة اليورو. إن احتمال فشل الحكومة اليونانية في خدمة ديونها يعني تحويل قيم تلك السندات إلى ديون معدومة للبنوك الأوروبية المستثمرة بها مما يلحق بها خسائر كبيرة ويمنعها من منح قروض جديدة ما سيدخل منطقة اليورو في ركود اقتصادي.

توقع المستثمرون أن تنتقل عدوى الأزمة اليونانية إلى دول أوروبية أخرى مما تسبب في انخفاض قيمة اليورو مقابل الدولار بنسبة 7% حيث انخفض اليورو مقابل الدولار ما بين كانون أول 2009 وكانون ثاني 2010 من 1.5 دولاراً لليورو ليصل إلى 1.37 دولاراً لليورو مما سيلحق الضرر ليس فقط باليونان بل بجميع دول منطقة اليورو الستة عشر ويهدد قدرتها على التعافي من عواقب أزمة الرهن العقاري الأمريكية. فعلى سبيل المثال عجزت مزادات بيع سندات الدين للحكومة البرتغالية في شباط 2010 عن بيع ما قيمته 500 مليون يورو محققة فقط 300 مليون يورو.

اتخذت الحكومة اليونانية إجراءات صارمة من أجل طمأنة المستثمرين ودعم قدرتها على سداد التزاماتها ومن أجل الحصول على الدعم الأوروبي تمثلت في تخفيض الإنفاق الحكومي ورواتب الموظفين ورفع الضرائب بنسبة 19% وزيادة الرسوم الجمركية على السلع الفاخرة كالسيارات الفارهة واليخوت. وفي نهاية آذار عام 2010 تقدم قادة منطقة اليورو بطلب لصندوق النقد الدولي للإشراف على حزمة إنقاذ لليونان بقيمة 60 مليار دولار بمول بموجبها الصندوق ثلث الحزمة وتلتزم دول منطقة اليورو بالباقي. ويعتقد كثير من المحللين أن دعم ألمانيا وفرنسا لخطة إنقاذ اليونان

سببه تورط البنوك الألمانية و الفرنسية باستثمارات ضخمة في سندات الدين السيادية اليونانية والتي ستضر بشدة هذه البنوك فيما لو أعلنت اليونان إفلاسها.

و في السادس من أيار عام 2010 أدت مخاوف المستثمرين من عدم قدرة دول منطقة اليورو على التعامل مع الأزمة إلى حدوث تراجع حاد في الأسواق المالية العالمية نتيجة عمليات بيع مكثفة وبأحجام كبيرة مما تسبب في تراجع مؤشر داو جونز الصناعي خلال التداول بمقدار ألف نقطة قبل أن يغلق منخفضا بمقدار 347 نقطة.

كما زادت حدة التقلبات في بورصة شيكاغو للخيارات واتسع الهامش في أسعار صرف العملات لاسيما بين الدولار-ين و الدولار-يورو. وفي الثامن من أيار عام 2010 وافق قادة منطقة اليورو على خطة إنقاذ لليونان بهدف منع حدوث تقلبات اضافية في الأسواق المالية قد تقضي على اليورو.



المراجع:

المراجع باللغة العربية:

1. البراوري، شعبان محمد اسلام ، "بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي" ، دمشق ، دار الفكر، 2001
2. الحناوي ،محمد، وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر"،المكتبة الجامعية،الإسكندرية،2007.
3. الداغر، محمود محمد، "الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات"، دار الشروق، عمان، 2005 .
4. الساعاتي، عبد الرحيم عبد الحميد، "عمليات السوق المالي وعوامل استقرارها في السوق المالي الاسلامي" ، 2008
5. السويلم، سامي ، "التحوط في التمويل الإسلامي" ، البنك الإسلامي للتنمية ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، جدة ، 2007.
6. الشعار، محمد نضال ، "الأسواق المالية و أدواتها "البورصة""،الطبعة الثالثة، 2006.
7. الشعار،محمد نضال، "أسس العمل المصرفي" ، دار الجندي للطباعة والنشر، حلب، 2005.
8. الشناوي، اسماعيل أحمد و مبارك، عبد المنعم ، "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
9. الطراد، اسماعيل ابراهيم، "إدارة العملات الأجنبية"، دار وائل، الطبعة الثانية، عمان، 2005.

10. العلي، أحمد، القاسم، عبد الرزاق. "إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية" ، منشورات جامعة دمشق، 2010.
11. القرّة داغي، محيي الدين ، "حكم الاستثمار في الأسهم" ، كلية الشريعة والقانون والدراسات الإسلامية ، جامعة قطر، الطبعة الأولى، 2005.
12. القطان، عبد الستار ، "البدائل المشروعة لتداول الديون"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية الذي تنظمه هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، مملكة البحرين ، 2004.
13. الملفح، هزاع، "التمويل الدولي" ، منشورات جامعة حلب، حلب، 2007.
14. جيلالي بوزيد، حورية و دحال، عائشة، "بورصة القيم والبنوك في الجزائر"، مذكرة تخرج لنيل شهادة الدراسات الجامعية المطبقة- فرع محاسبة وضرائب - جامعة الشلف، 2001.
15. حسين، عصام، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، دار أسامة، الأردن، 2008.
16. حطاب، كمال توفيق ، "نحو سوق مالية إسلامية" ، جامعة اليرموك ، إربد، 2006.
17. حماد، طارق عبد العال، "المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة)"، سلسلة البنوك التجارية "قضايا معاصرة" ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
18. حنفي، عبد الغفار، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية ، 2007.
19. خلف ، فليح ، "الأسواق المالية والنقدية" ، عالم الكتب الحديث ، الطبعة الأولى، 2006.

20. رشدي ، مصطفى ، "الاقتصاد النقدي والمصرفي"، دار الجامعة ، الاسكندرية، 1985.
21. زيني، فريدة بن يوسف، "صناديق الاستثمار ودورها في تفضيل استخدام المدخرات"، رسالة ماجستير ، جامعة دمشق، 2005
22. شبوطي ، حكيم ، "آليات العمل في الأسواق المالية"، رسالة ماجستير في معهد العلوم الاقتصادية و التجارية، 2008
23. شكري، ماهر كنج و عوض، مروان، "المالية الدولية (العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق)". دار الحامد للنشر والتوزيع، عمّان، 2004.
24. قاسم، منى، "صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1995.
25. كنعان، علي ، "الأسواق المالية"، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2008.
26. مبروك، نزيه عبد المقصود ، "صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي"، جامعة الأزهر ، دار الفكر الجامعي ، الطبعة الأولى ، 2007
27. مطر ، محمد و فايز، تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
28. موصلي، سليمان و السمان، حازم، "دراسة كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة دمشق، دمشق، 2013.
29. هندي، منير صالح ، "الاوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002 .

30. هندي، منير إبراهيم، "الأسواق الحاضرة و المستقبلية"، (الإسكندرية: منشأة

المعارف للتوزيع والنشر)، 1998 .

31. وهيبه، رائد عبد الرحمن، "أثر التنويع على الأداء المالي لصناديق الاستثمار

المصرية"، جامعة عين شمس، 2005

المراجع باللغة الانكليزية:

1. Ayub, Muhammad , **Understanding Islamic Finance** , John Wiley & Sons, Ltd , 2007.
2. Baily, M. N. , Litan, R. E. and Johnson., M. S., “**The Origins of the Financial Crisis**”, Fixing Finance Series, Paper 3, 2008.
3. Engle, R. F. and Granger, C. W. J. , “**Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing**”, Econometrica 55, 251-76, 1987.
4. Fabozzi, F., “**Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management**”, John Wiley and Sons, 2009.
5. Fama, E.,1991. “**Efficient Capital Markets: II**”, The Journal of Finance, Vol. 46, No. 5., pp. 1575-1617, 1991.
6. Gibson, Heather D. **International Finance**. New York: Longman Group Limited, 1996.
7. Gonela, S. and Chilakamarri, V., “**US Financial Crisis: The role of Subprime Mortgages**”, Case reference no. 209-016-1, IBS Case Development Center, 2009.
8. Gonela, S., “**Greece’s Sovereign Debt Crisis**”, IBS Center for Management Research, India. Case number 211-053-1, 2011.

9. John C. Hull, **Options, Futures and Other Derivatives**, 8th Ed, Prentice Hall, 2011
10. Kidwell, S., Kidwell, R., and Peterson, R. and Whidbee, D., **Financial Institutions, Markets, and Money**, John Wiley and Sons, 2008.
11. Levi, Maurice D., **International Finance**, 3rd Edition. Singapore: McGraw Hill, 1996.
12. Levinson, M., **Guide To Financial Markets (The Economist books)**, Profile Books Ltd, 2006
13. Madura, J., **Financial Institutions and Markets**, South-Western Cengage Learning, 9th Edition, 2010.
14. Mishkin, Frederic S., **The Economics Of Money, Banking, And Financial Markets**, 7th. Columbia University: Pearson Addison Wesley, 2005.
15. Muhammad Taqi Usmani, Mufti , **An Introduction to Islamic Finance**, Arham Shamsi, 2004.
16. Obaidullah, Mohammed , **Ethics and efficiency in Islamic stock markets**, International Journal of Islamic Financial Services, volume 3, No.2, 2001.
17. Pemberton, C., and Watson, P., **“Stock And Bond Market Indices in the CARICOM sub-region”**, Sir Arthur Lewis Institute of Social & Economic Studies, 2004.
18. Reilly, F., and Brown, K., **Investment Analysis & Portfolio Management**, South-Western/Thomson Learning, Eighth Edition, 2006.
19. Rotemberg, J., **“Subprime Meltdown: American Housing And Global Financial Turmoil”**, Harvard Business Publishing, Reference no. 9-708-042, 2008.
20. Saunders, A., and Cornett, M., **Financial Markets and institutions: An Introduction to the risk management**

approach, McGraw- Hill International Edition, 5th edition, 2011

21. Shaukat, Mughees , Master thesis. **“Sale/Debt based Sukuk: Current Position and Challenges”**. International Centre for Education in Islamic Finance, 2010.



اللجنة العلمية:

أ.د. موسى الغرير

أ.د. علي كنعان

أ.م.د. أحمد العلي

المدقق اللغوي:

د. غسان السيد

حقوق الطبع والترجمة والنشر محفوظة لمديرية الكتب والمطبوعات الجامعية