

شهادة في عمليات الاستثمار

## مقدّمة في الأوراق المالية والاستثمار (المنهج الدولي)

النسخة العربية ١٦ ، نوفمبر ٢٠٢٣

يستند هذا الكتاب التعليمي إلى الإصدار رقم ١٦ من الخطة الدراسية ويشمل الامتحانات في المدة الواقعة بين ١١ يناير ٢٠٢٤ حتى ١٠ يناير ٢٠٢٥.



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

صُمم هذا الكتاب التعليمي في المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار لإعداد المتقدمين لامتحان مادة "مقدمة في الأوراق المالية والاستثمار (المنهج الدولي)" الذي ينظمه المعهد.

الناشر:

المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار

© المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار ٢٠٢٣

٢٠ فينتشيرش ستريت

لندن

EC3M3BY

فاكس: +٤٤ ٢٠ ٧٦٤٥ ٠٦٠١

هاتف: +٤٤ ٢٠ ٧٦٤٥ ٠٦٠٠

[www.cisi.org/qualifications](http://www.cisi.org/qualifications)

بريد الكتروني: [customersupport@cisi.org](mailto:customersupport@cisi.org)

تأليف:

ديان رامدين، MSc, FCCA, CFA, MCSI

مراجعة وتدقيق:

جي بي بيكيت MCSI

كيفين روثنيل، عضو معتمد في المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار

يُعدّ هذا الكتاب دليلاً تعليمياً فحسب، ولا يتحمل المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار أية مسؤولية عن الأشخاص الذين يستخدمونه لممارسة أنشطة التداول أو الاستثمار بأي شكل من الأشكال.

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

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

تحذير: إن اتّخذ أي إجراء غير مرخّص به في ما يتعلّق بمحتوى هذا الكتاب، سواء كله أو أي جزءٍ منه، يعرّض صاحبه للمحاكمة المدنية للتعويض عن الأضرار، والمقاضاة الجنائية.

تظهر الخطة التعليمية، التي تحتوي على المنهج بأكمله في نهاية هذا الكتاب، كما يمكن الاطلاع على المنهج عن طريق زيارة الموقع الإلكتروني للمعهد [cisi.org](http://cisi.org) أو الاتصال بمركز خدمة العملاء على الرقم: +٤٤ ٢٠ ٧٦٤٥ ٠٧٧٧، علماً بأن الاختبار يقوم على أساس هذا المنهج. ونذكّر الراغبين بالتقدّم لامتحان بضرورة المواظبة على زيارة الزاوية الخاصة بآخر المستجدات على الموقع الإلكتروني للمعهد ([cisi.org/candidateupdate](http://cisi.org/candidateupdate)) للاطلاع على التحديثات الناجمة عن التغييرات التي يشهدها القطاع المالي وتؤثر في الاختبار الذي يرغبون بالتقدّم إليه.

صُممت الأسئلة الواردة في هذا الكتاب بوصفها وسيلة مساعدة لمراجعة شتى مجالات المنهج، وتعزيز التعلم فضلاً تلو الآخر.

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

طبعة الكتاب التعليمي: ١٦،١ (نوفمبر ٢٠٢٣)

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

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

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

### التعلم والتطور المهني عن طريق المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار

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

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

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

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



- ١ **الفصل الأول - مقدمة: قطاع الخدمات المالية . . . . .**  
يبدأ الكتاب بمقدمة عن قطاع الخدمات المالية ويعاين دور القطاع وأبرز الأطراف المشاركة فيه من العاملين في المراكز الماليّة في مختلف أنحاء العالم.
- ٢٥ **الفصل الثاني - البيئة الاقتصادية . . . . .**  
لا غنى عن التعرف على بعض الجوانب الأساسية لعلم الاقتصاد الكلي لتيسير فهم البيئة الاقتصادية التي تتوفر فيها خدمات الاستثمار. يستعرض هذا الفصل بعض المقاييس الأساسية للبيانات الاقتصادية ودور المصارف المركزية في إدارة الاقتصاد.
- ٤٧ **الفصل الثالث - حقوق الملكية/الأسهم . . . . .**  
ننتقل بعدها إلى شرح مفصّل لفئات الأصول الرئيسية بدءاً بالأسهم، حيث نبدأ بالخصائص والمزايا والمخاطر المتعلقة بامتلاك الأسهم، ونراجع أعمال الشركات وبعض أسواق الأسهم والمؤشرات العالمية الرئيسية، ونوضح طرق تداول الأسهم وتسوية معاملاتها.
- ٨٣ **الفصل الرابع - السندات . . . . .**  
نلقي في هذا الفصل نظرةً مُتعمّقة على السندات تشمل: الخصائص الرئيسية للسندات وأنواع السندات الحكومية والتجارية والمخاطر المتعلقة بها وعوائدها.
- ١٠٩ **الفصل الخامس - الاستثمارات والأسواق الأخرى . . . . .**  
يقدم هذا الفصل لمحةً عامةً عن فئات الأصول المالية، ويتطرّق بشيءٍ من التفصيل إلى مجموعة واسعة من الودائع النقدية، وأسواق النقد والعقارات وسوق العملات الأجنبية.
- ١٢٧ **الفصل السادس - المشتقات المالية . . . . .**  
وبعدنا نستعرض بإيجاز المشتقات المالية سعياً لتوفير فهم أفضل للخصائص الأساسية للعقود المستقبلية وعقود الخيار وعقود المبادلة والمصطلحات التقنية المتعلقة بها.
- ١٤٥ **الفصل السابع - صناديق الاستثمار . . . . .**  
يركز هذا الفصل على المعالم الرئيسية لصناديق الاستثمار أو صناديق الاستثمار المشترك/ برامج الاستثمار الجماعي. كما يتطرّق إلى صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة والمتداولة في البورصة وصناديق التحوط وصناديق الملكية الخاصة.

|     |  |
|-----|--|
| ١٦٧ | <b>الفصل الثامن – اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية</b> . . . . .   |
|     | يُعدّ التعرّف على القوانين التنظيمية للاستثمار من الأمور الأساسية للعاملين في قطاع الاستثمار في يومنا هذا. يقدّم هذا الفصل لمحةً عامّةً عن اللوائح التنظيمية الدولية ويناقش عدداً من المواضيع المحددة، مثل غسل الأموال وتداول الشخص المطلّع على المعلومات الداخلية للشركات، علماً بأنه يتضمن أيضاً قسماً مخصصاً للحديث عن النزاهة والأخلاقيات المهنية. |
| ١٨٥ | <b>الفصل التاسع – المنتجات المالية الأخرى</b> . . . . .  |
|     | نختتم هذا الكتاب بمراجعة الأنواع الأخرى للمنتجات المالية، بما يشمل القروض والقروض العقارية ومنتجات التأمين بما في ذلك التأمين على الحياة.  |
| ٢٠٥ | <b>الفصل العاشر – المشورة الماليّة</b> . . . . .   |
|     | نختتم هذا الكتاب بالنظر في المجالات الرئيسية للمشورة المالية، وعملية المشورة المالية والمفاهيم القانونية.  |
| ٢٣١ | <b>مسرد المصطلحات</b> . . . . .  |
| ٢٣٩ | <b>أسئلة متعدّدة الخيارات</b> . . . . .  |
| ٢٥٩ | <b>خطة المنهج</b> . . . . .  |

من المتوقع أن تستغرق دراسة هذا الكتاب التعليمي حوالي ٨٠ ساعة

ما التالي؟

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

أتريد المزيد من الدعم للنجاح في الاختبار؟

انظر إلى الفقرة عن شركائنا المعتمدين في التدريب.

أتريد تسجيل ملاحظة أو تعليق؟

الرجاء إرسال تعليقاتك عبر البريد الإلكتروني إلى [learningresources@cisi.org](mailto:learningresources@cisi.org).

# مقدمة: قطاع الخدمات المالية

|    |                                   |
|----|-----------------------------------|
| ٣  | ١. قطاع الخدمات المالية           |
| ٥  | ٢. الأسواق المالية                |
| ١١ | ٣. الأطراف المشاركة               |
| ١٩ | ٤. قنوات توزيع الاستثمارات        |
| ٢١ | ٥. التقدم التكنولوجي وتطورات أخرى |

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



## ١ - قطاع الخدمات المالية

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

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

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

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

- **سلسلة الاستثمار** - تربط سلسلة الاستثمار بين المدخرين والمقرضين، إذ يقدم المدخرون التمويل للشركات، بينما تقدم الشركات التي تسعى إلى تحقيق النمو فرصة للمدخرين للمشاركة في عملية النمو والحصول على جزء من العائدات المحتملة الناتجة عنها. وتعد كفاءة السلسلة أمراً بالغ الأهمية في توزيع رأس المال - الذي كان سيقى لولا ذلك غير مستثمر - على الشركات التي يمكن أن تستخدمه لتنمية مشاريعها، بالإضافة إلى الصناديق التي تقوم بتجميع مدخرات المستثمرين. وبذلك تساهم هذه السلسلة في زيادة الإنتاجية، وتحسين بالتالي قدرة تلك الأسواق المالية على المنافسة ضمن الاقتصاد العالمي.



<sup>1</sup> GFCI Rank – Long Finance

- **المخاطر** - علاوةً على الفرص التي توفرها سلسلة الاستثمار للمستثمرين عن طريق المشاركة في تحمّل مخاطر الاستثمار، يتيح قطاع الخدمات المالية آليات عدّة لإدارة المخاطر الأخرى بفاعلية وكفاءة باستخدام منتجات التأمين وكذلك المشتقات المالية المتطورة التي يتزايد استخدامها يوماً بعد آخر. تساعد هذه الأدوات المستثمرين على التكيّف مع حالات عدم الاستقرار والتقلّبات المختلفة على المستوى العالمي مثل تقلّب قيمة العملات أو وقوع أحداث جوهريّة تؤثّر في الاستثمار أو حصول ظروفٍ مناخية قاسية. كما تساعد هذه الأدوات الأسر على حماية أنفسهم من الحالات الطارئة اليومية غير المتوقعة.
- **أنظمة السداد** - توفر أنظمة السداد والخدمات المصرفية التي يقدمها قطاع الخدمات المالية آليات عمليّة لإدارة الأموال وتحويلها واستلامها بسرعة وبصورة موثوقة. وتعدّ شرطاً ضرورياً لممارسة النشاط التجاري وللمشاركة في الاستثمار والتجارة الدوليّين. لذا تُعدّ إمكانية استخدام أنظمة السداد والخدمات المصرفية بمثابة مكوّن حيوي لتعميم الخدمات المالية على الأفراد.

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

يُعد مؤشر المراكز المالية العالمية من المؤشرات التابعة لمجموعة Z/Yen<sup>1</sup> ويقيّم التصنيف والقدرة التنافسية المستقبلية لعدد 111 مركزاً مالياً رئيسياً على أساس خمسة مجالات تنافسية، كما يلي:

- بيئة العمل
- رأس المال البشري
- البنية الأساسية
- تطور القطاع المالي
- السمعة.

وفقاً لبيانات مؤشر المراكز المالية العالمية 30 (GFCI 30)، التي نُشرت في عام 2022، احتفظت نيويورك بمركزها الأول في التصنيف وتبعته لندن بفارق بسيط.

| أفضل خمسة مراكز مالية عالمية |            |
|------------------------------|------------|
| 1                            | نيويورك    |
| 2                            | لندن       |
| 3                            | هونغ كونغ  |
| 4                            | شنغهاي     |
| 5                            | لوس أنجلوس |

يوضح هذا الفصل كيفية هيكله القطاع المالي والأطراف المشاركة الأساسية.

1 GFCI Rank - Long Finance (<https://www.longfinance.net/programmes/financial-centre-futures/global-financialcentres-index/gfci-31-explore-data/gfci-31-rank/>)

## ٢ - الأسواق المالية

### الهدف التعليمي

٢-١-١ معرفة وظيفة كلٍ من قطاع الأفراد وقطاع الشركات/الأعمال التجارية ، والاختلافات فيما بينهما، والعملاء الأساسيين لكلٍ منهما

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

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

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

ومن الأنشطة الأخرى التي تجري في قطاع الشركات:

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

في المقابل، يركّز قطاع الأفراد على الخدمات المقدّمة للعملاء الأفراد:

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

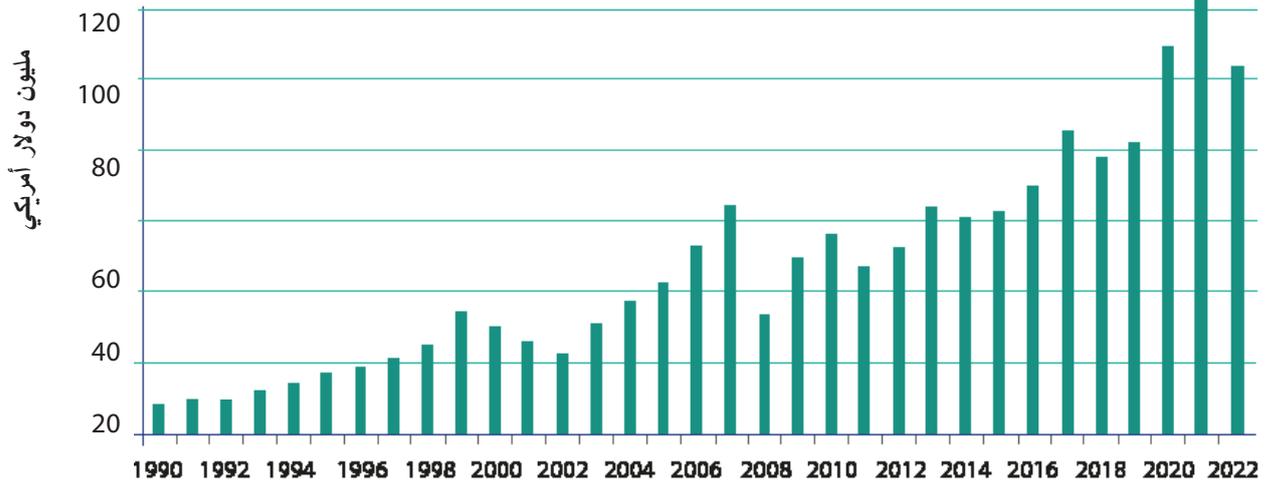
- التخطيط المالي والمشورة المالية - مساعدة الأفراد على تحديد أهدافهم المالية والتخطيط للمستقبل.

## ١-٢ أسواق الأسهم

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

يوفرّ الاتحاد الدولي للبورصات (WFE) بياناتٍ من البورصات العالمية. وكما هو موضح في الشكل أدناه، تجاوزت القيمة السوقية لسوق الأسهم العالمية ١٠٠ تريليون دولار أمريكي في نهاية عام ٢٠٢٢ (ملاحظة: لا تقدّم البورصات كلها بياناتٍ للاتحاد الدولي للبورصات، لذا قد تكون الأرقام الحقيقية أعلى من ذلك بكثير). والمقصود بالقيمة السوقية العالمية مجموع قيم الأسهم المدرجة في بورصات العالم.

### القيمة السوقية العالمية



المصدر: الاتحاد الفيدرالي للبورصات

فيما يأتي بعض الإحصاءات الرئيسية عن أسواق الأسهم في نهاية عام ٢٠٢٢:

- كانت بورصة نيويورك (NYSE) من أكبر البورصات على مستوى العالم، حيث تجاوزت قيمتها السوقية المحلية ٢٤ تريليون دولار أمريكي (ويُقصد بالقيمة السوقية المحلية قيمة الأسهم المدرجة في البورصة الواحدة).
- أما البورصة الأمريكية الرئيسية الأخرى، هي بورصة ناسداك، فقد صنّفت على أنها ثاني أكبر أسواق الأسهم على الإطلاق، حيث قاربت قيمتها السوقية المحلية ١٦ تريليون دولار أمريكي، ما يعني أنّ هاتين البورصتين في نيويورك تمثّلان نسبة مهمة من مجموع التداولات في البورصات كلها.
- تصنّف بورصة شنغهاي (SSE) ثالث أكبر بورصة في العالم بقيمة سوقية محلية تقارب ٦ تريليون دولار أمريكي. وتُعد بورصة شنزين (SZSE) سادس أكبر بورصة بقيمة سوقية محلية تزيد عن ٤ تريليون دولار أمريكي.
- تُصنّف مجموعة البورصة اليابانية، التي تضمّ بورصة طوكيو (TSE)، على أنها خامس أكبر أسواق العالم على الإطلاق، حيث فاقت قيمتها السوقية المحلية ٥ تريليون دولار أمريكي.

## مقدمة: قطاع الخدمات المالية

- أكبر البورصات في أوروبا هي سوق لندن للأوراق المالية (LSE)، وبورصة يورونكست (Euronext)، والبورصة السويسرية (SIX)، والبورصة الألمانية (Deutsche Börse AG).
- أما أكبر بورصات الشرق الأوسط، فهي سوق تداول (البورصة السعودية)، إذ تقارب قيمتها السوقية المحلية ٢,٥ تريليون دولار أمريكي.

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

وستنظر بمزيد من التفصيل إلى حقوق الملكية وأسواق الأسهم في الفصل الثالث من هذا الكتاب.

المصدر: اتحاد البورصات العالمي

## ٢-٢ أسواق السندات

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

ويتجاوز حالياً مجموع قيمة السندات التي لم يحن موعد استحقاقها بعد في سوق السندات العالمية ١٢٨ تريليون دولار، ووفقاً للجمعية الدولية لأسواق المال (International Capital Market Association). ويشكّل مجموع الديون السيادية وديون الوكالات والشركات الدولية نسبة ٦٨٪ من قيمة سوق السندات العالمية، بينما تتكون النسبة المتبقية، وقدرها ٣٢٪، من سندات الشركات.

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

## ٣-٢ أسواق العملات الأجنبية (الفوركس)

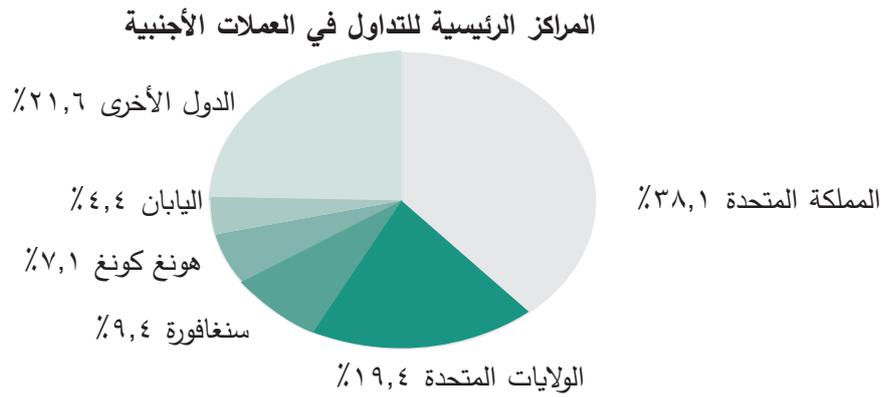
أسواق العملات الأجنبية (الفوركس) هي السوق العالمية التي تحدد سعر الصرف للعملات في جميع أنحاء العالم، والمكان الذي تتداول فيه العملات مقابل بعضها بعضاً. تُعد أسواق العملات الأجنبية الأضخم على الإطلاق بين الأسواق المالية كلها، حيث يبلغ متوسط قيمة تداولاتها اليومية ٧,٥ تريليون دولار تقريباً، وهو رقم أكبر بثلاثين مرة من حجم الناتج المحلي الإجمالي اليومي لدول العالم مجتمعة.

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

وهناك سوقٌ نشطةٌ للصرّف الأجنبيّ يتيح للشركات والحكومات والأفراد إمكانية التداول بتدفقاتهم النقدية الواردة والصادرة المقومة بالعملة الأجنبية. توفّر البنوك الكبرى هذه السوق غالباً، حيث ينشر كلُّ بنك أسعارَ الصرّف الخاصة به لشراء العملات أو بيعها. وفيما مضى، كانت معظم معاملات الفوركس تجري عبر الهاتف. أما اليوم، فيتزايد استخدام التداول الإلكتروني.

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

يصدر بنك التسويات الدولية (BIS) أرقاماً تبيّن تركيبة سوق الصرّف الأجنبي كل ثلاث سنوات. وقد أظهر التقرير الأخير الصادر في عام ٢٠٢٢ أن النشاط في السوق لا يزال يتمركز في مجموعة محددة من المراكز العالمية. وكما هو موضح في الشكل أدناه، تحتل المملكة المتحدة الصدارة بصفقتها المركز الرئيسي للتداول في العملات الأجنبية، ما يعكس موقعها الجغرافي في الوسط بين المنطقتين الزمئيتين الأمريكية والآسيوية.



المصدر: بنك التسويات الدولية

وفقاً لتقرير بنك التسويات الدولية، حافظ الدولار الأمريكي على مركزه بصفته العملة الأبرز في العالم، حيث شكّل طرفاً في ٨٨% من التداولات في سوق الصرّف الأجنبي. ويتضمّن التقرير تفاصيل عن الأنواع الرئيسية لعمليات التداول في الصرّف الأجنبي، التي سنتطرق إلى دراستها في فصلٍ لاحق، وقد خلص إلى أن معاملات الصرّف الأجنبي تتوزع في المتوسط.

| معدلات أدوات الفوركس |                           |                              |
|----------------------|---------------------------|------------------------------|
| ٢٨%                  | ٢,١٠ تريليون دولار أمريكي | المعاملات الفورية            |
| ١٦%                  | ١,١٦ تريليون دولار أمريكي | المعاملات الآجلة             |
| ٥٠%                  | ٣,٨١ تريليون دولار أمريكي | عقود مبادلة العملات الأجنبية |

## مقدمة: قطاع الخدمات المالية

|                                       |                        |    |
|---------------------------------------|------------------------|----|
| عقود مبادلة العملات                   | ١٢٤ مليار دولار أمريكي | ٢% |
| عقود الخيار وغيرها من المنتجات الأخرى | ٣٠٤ مليار دولار أمريكي | ٤% |

سنناقش أسواق الفوركس بالتفصيل في الفصل ٣.

**المصدر:** المسح الذي يجريه بنك التسويات الدولية كل ثلاث سنوات لحجم معاملات الصرف الأجنبي خارج الأسواق الرسمية استناداً إلى بيانات البنوك المركزية

## ٢-٤ أسواق المشتقات المالية

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

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

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

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

## ٢-٥ أسواق التأمين

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

وتُعدّ الولايات المتحدة الأمريكية والصين واليابان من أكبر أسواق التأمين في العالم. ويتضمن الجدول الآتي قائمة بأكثر خمسة أسواق تأمين في العالم:

## أكبر خمسة أسواق في ٢٠٢١ (مرتبة بحسب الحجم الكلي لأقساط التأمين)

| المرتبة | الدولة           |
|---------|------------------|
| ١       | الولايات المتحدة |
| ٢       | الصين            |
| ٣       | اليابان          |
| ٤       | المملكة المتحدة  |
| ٥       | فرنسا            |

المصدر: شركة سويس ري (SwissRe)

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

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

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

توفّر لويديز التأمين ضد مجموعة من المخاطر المتخصصة والمعقّدة في حالات الإصابة وفي قطاعات العقارات والطاقة والسيارات والطيران والبحرية وإعادة التأمين. ولها شهرة واسعة في تطوير الخدمات التأمينية المبتكرة، (مثل بوالص التأمين على الشركات العاملة في مجال الطيران والتأمين ضد عمليات السطو والجرائم الإلكترونية)، وتُعرف حول العالم بتفوّدها في توفير التأمين ضد مخاطر غير اعتيادية ومتخصصة ومعقّدة.

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

يمكن أن يغطي عقد إعادة التأمين محفظة كاملة أو مخاطر فردية؛ وقد ينطوي ذلك على مشاركة جميع الأقساط والخسائر أو فقط تلك التي تتجاوز حداً معيناً، ويمكن أن تغطي أيضاً مخاطر كبيرة غير متكرّرة، مثل الإنشاءات الكبرى أو الأقمار

الصناعية أو الأحداث الرياضية الكبيرة. ومن بين أكبر شركات إعادة التأمين في العالم شركات ميونيخ ري (Munich Re)، وسويس ري (Swiss Re)، وهانوفر ري (Hanover Re)، وبيركشاير هاثاوي (Berkshire Hathaway)، ولويدز (Lloyd's).

### ٣- الأطراف المشاركة

#### الهدف التعليمي

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

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

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

### ١-٣ المصارف الاستثمارية (Investment Banks)

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

تقدم المصارف الاستثمارية عادةً بعض أو جميع الخدمات التالية:

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

ويقتصر تقديم الخدمات في المجالات السابقة مجتمعةً على عددٍ قليلٍ فقط من المصارف الاستثمارية. فمعظم المصارف الأخرى تميل إلى التخصص نوعاً ما، وتقدّم خدماتها في عددٍ قليلٍ من هذه المجالات فقط. وقد عمد عددٌ من المصارف إلى

تنوع مجموعة أنشطته عن طريق تطوير عمليات مثل تداولات المصارف لحسابها الخاص، أو خدمة صناديق التحوط، أو الاستثمار في صناديق الملكية الخاصة.

### ٢-٣ أمناء الحفظ (Custodians)

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

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



لقد ساهمت الضغوط الناتجة عن ارتفاع تكلفة الخدمات التي يقدمها أمناء الحفظ في تخفيض الرسوم التي تتقاضاها هذه الشركات لقاء خدمات الحفظ التقليدية، ما أدى إلى ظهور تكتلات في القطاع المالي. فقد أصبح عدد محدود من الشركات العالمية يسيطر اليوم على قطاع الحفظ الآمن للأصول، وغالباً ما تكون فروعاً من المصارف الكبرى، ومن بين أشهرها على مستوى العالم بنك أوف نيويورك ميلون (Bank of New York Mellon) ومؤسسة ستيت ستريت (State Street).

## مقدمة: قطاع الخدمات المالية

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

### ٣-٣ مصارف الأفراد/ المصارف التجارية

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

ولطالما كانت هذه المصارف تمارس عملها عبر شبكة من الفروع القائمة فعلياً، إلا أنها بدأت مؤخراً بتقديم خدماتها عبر الإنترنت والهاتف بشكل متزايد. وفضلاً عن تقديم الخدمات المصرفية التقليدية، تقدم مصارف الأفراد الأكبر حجماً منتجات مالية أخرى أيضاً، مثل الاستثمارات والمعاشات التقاعدية والتأمين. تُعرف البنوك التي تختص بتقديم مثل هذه الخدمات المتعددة باسم "البنوك المالية". ويُعرف بنك التسويات الدولية (BIS) التكتل المالي بأنه:

"أي مجموعة من الشركات الخاضعة لسيطرة مشتركة تتمثل أنشطتها الحصرية أو الرئيسية بتقديم خدمات مهمّة في قطاعين ماليين مختلفين على الأقل (القطاع المصرفي، الأوراق المالية، التأمين)".

وفي الآونة الأخيرة، ظهر نوعٌ جديد من البنوك المنافسة للبنوك التقليدية يُشار إليها باسم "Challenger banks" وتعني حرفياً "البنوك المنافسة للبنوك التقليدية". وهذه البنوك أصغر حجماً وتتخصص في مجالات تعاني من نقص في الخدمات التي تقدمها البنوك التقليدية الأكبر حجماً عادة، وتتميز عن الأنظمة المصرفية التقليدية باعتمادها على التقنية المالية الحديثة، وليست لديها أيّ فروع قائمة على أرض الواقع.

### ٤-٣ مؤسّسات الادّخار

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

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

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

### ٥-٣ الإقراض المباشر بين النظراء والتمويل الجماعي

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

## الإقراض المباشر بين النظراء

في النموذج المصرفي التقليدي، تأخذ البنوك الودائع من المودعين وتدفع لهم سعر فائدة محدد ومن ثم تقرضها بسعر فائدة أعلى؛ وبالتالي تُحقّق ربحاً من الفرق بين سعري البيع والشراء. أما في نموذج الإقراض المباشر بين النظراء، فتحدث هذه العملية من دون تدخل البنوك، بحيث يحصل المقترض غالباً على سعر فائدة أقل نوعاً ما، في حين يحصل المدخّر على سعر فائدة أفضل بكثير، ويُحقّق الموقع الإلكتروني الذي يدير العملية ربحاً يتمثل في الرسوم التي يتقاضاها.

بهذه الطريقة، يمكن للمدخّر أن يُحقّق عوائد أكبر في مقابل تعرضه لمخاطر أعلى. وتتفاوت أسعار الفائدة المتوافرة بتفاوت نوع المقترض الذي يقترض من موقع الإقراض المباشر بين النظراء والمخاطر التي يقبل المقرض بالتعرض لها. ويجري إقراض الودائع للأفراد والشركات، لكن إقراض الودائع الكبيرة واستحقاق فوائد عليها قد يستغرق بعض الوقت. فالمودع لا يحصل على أيّ فوائد بينما ينتظر إقراض وديعته. وقد لا تتوافر له إمكانية إجراء سحبات فورية دائماً، وإن أُتيح له ذلك فقد يستغرق بعض الوقت وقد يستلزم دفع رسوم أو يؤدي إلى تخفيض سعر الفائدة المدفوع على الوديعة. إنّ معظم هذه القروض غير مضمونة، بمعنى أنها غير مدعومة بأيّ ضمانات للتعويض عن الخسارة في حال التخلف عن السداد.

## التمويل الجماعي

التمويل الجماعي هو ممارسة تمويل مشروع أو استثمار عن طريق جمع مبالغ مالية صغيرة من عدد كبير من الأفراد. في التمويل التقليدي، كان يجري تمويل المنشآت أو المشاريع أو الاستثمارات عبر جمع مبالغ مالية كبيرة من عدد قليل من البنوك أو الأفراد. أما التمويل الجماعي، فيقوم على فكرة مناقضة تماماً، أي استخدام الإنترنت للوصول إلى عدد كبير من الممولين المحتملين.

ويمكن للتمويل الجماعي أن يتخذ الأشكال الآتية:

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

فيما يتعلق بالتمويل الجماعي للأسهم، فإنه عادة ما ينطوي على شركة ناشئة تسعى للحصول على تمويل من عدد كبير من الأفراد. وقد تسعى بعض الشركات الناشئة إلى تحويل معجبيها وعملائها إلى مستثمرين من أجل تعزيز مبدأ الولاء للعلامة التجارية. بالنسبة للمؤسس، تتمثل إحدى مزايا وجود عدد كبير من الممولين بدلاً من ممول واحد أو عدد قليل من المستثمرين الرئيسيين في أن كبار المستثمرين قد يكون لديهم أفكار مختلفة ويسعون إلى التأثير على كيفية إدارة الأعمال. وقد يساعد وجود مصدر تمويل متنوع في رفع الضغط عن هؤلاء المستثمرين. علاوة على ذلك، يمكن تحويل صغار المستثمرين إلى سفراء للعلامة التجارية للشركة.

## ٦-٣ شركات التأمين

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

## مقدمة: قطاع الخدمات المالية

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

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

### ٧-٣ صناديق التقاعد

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

وقد جرت العادة على تقديم برامج تقاعد الشركات مبلغاً محدّداً للموظف يُحسب على أساس راتبه النهائي وعدد سنوات الخدمة. أما اليوم، فترى العديد من الشركات أن مثل هذه البرامج تُفرض عليها التزامات مكلفة للغاية وتنطوي على مخاطر كبيرة نظراً لارتفاع متوسط العمر المتوقع للفرد وتقلّب العوائد في أسواق الأوراق الماليّة. ولذلك أصبحت معظم الشركات اليوم تُقدّم لموظّفيها الجُدد برامج تقاعدية على أساس المساهمات أو الاشتراكات المحدّدة، حيث تسهم الشركة، وكذلك الموظف في معظم الحالات بدفع الاشتراكات التي توضع في برنامج استثمار مشترك. وبحلول وقت التقاعد، يُستخدم المبلغ المتراكم لدفع الراتب التقاعدي للموظف.

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

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

### ٨-٣ مدراء الصناديق

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

يشترى مدير الاستثمار عادةً الأسهم والسندات والأصول الأخرى ويبيعها بربح بهدف زيادة قيمة المحافظ الاستثمارية لعملائه. ويمكن تصنيف مدراء الاستثمار في مجموعتين: "مدراء صناديق الشركات" و"مدراء صناديق المستثمرين الأفراد". يقوم مدراء صناديق الشركات بالاستثمار نيابةً عن المؤسسات، كاستثمار الأموال في صندوق التقاعد الخاص بإحدى

الشركات أو في صندوق إحدى شركات التأمين أو إدارة استثمارات صندوق مشترك. ويستثمر مدراء صناديق المستثمرين الأفراد أموال الأفراد. ولا شك في أنّ المحافظ الاستثمارية للشركات تكون عادةً أكبر من محافظ العملاء الأفراد.

ويتقاضى مدير الصندوق رسوماً من عملائه لقاء إدارة أموالهم. وغالباً ما تحسب هذه الرسوم على أساس نسبة مئوية صغيرة من قيمة المحفظة المُدارة، كما قد يفرض رسوماً لقاء الأداء الذي حققه. وعموماً، تتخفف تكاليف الوساطة كلما ازداد حجم الصفقة.

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

### ٣-٩ الوسطاء ومدراء الأصول

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

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

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

ويمكن للوسيط المالي ومدير الأصول، على غرار مدير الصناديق، أن يرضى أصول عملائه التي تكون في عهده، ويتقاضى رسوماً مقابل خدمات الحفظ وإدارة المحافظ الاستثمارية.

## مقدمة: قطاع الخدمات المالية

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

### ٣-١٠ المنصات

المنصات ويُشار إليها أحياناً باسم متاجر الصناديق، عبارة عن خدمات عبر الإنترنت يستخدمها الوسطاء، مثل المستشارين الماليين المستقلين (IFAs)، لعرض المحافظ الاستثمارية لعملائهم وإدارتها.

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

توفّر معظم المنصات مجموعة واسعة من الصناديق المشتركة، وتقدّم أيضاً محافظ استثمارية (Wraps) ومنها برامج المعاشات التقاعدية وسندات التأمين. تمكّن حسابات المحافظ الاستثمارية المستشارين من إلقاء نظرة شاملة على الأصول المختلفة التي يمتلكها العميل في مجموعة متنوعة من الحسابات. ويستفيد المستشارون أيضاً من استخدام حسابات المحافظ الاستثمارية لتسهيل إجراءات العمليات الإدارية وتنفيذها آلياً عبر تقنية الإنترنت.

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

### ٣-١١ المصارف الخاصة

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

تقدّم المصارف المحليّة وتلك العاملة "في الخارج" بالإنجليزية: 'offshore'، على السواء الخدمات المصرفية الخاصة. ويُقصد بالمصارف في الخارج تلك التي تُقدّم الخدمات المصرفية في بلد ذي تشريعات تختلف عن التشريعات المحلية لموطن العميل. وعادةً ما تكون هذه المصارف في دول ذات نُظم ضريبية أقلّ صرامة.

لقد ازدادت المنافسة في قطاع الخدمات المصرفية الخاصة في السنوات الأخيرة؛ إذ شهد عدد المصارف الخاصة ارتفاعاً كبيراً. ويتميز سوق الخدمات المصرفية بكونه مجزأً نسبياً، حيث يضمّ كثيراً من المصارف الصغيرة والمتوسطة الحجم. ويتضاءل الاختلاف بين المصارف الخاصة ومصارف الأفراد تدريجياً، نظراً لأنّ المصارف الخاصة تخفّض الحدّ الأدنى للاستثمار فيها لتزيد من قدرتها التنافسية في هذه السوق؛ بالمقابل، يسعى الكثير من البنوك الكبرى أيضاً إلى توسيع نطاق خدماتها بهدف جذب العملاء ذوي أصول تتراوح قيمتها بين ١٠٠ ألف ومليون دولار أو فوق ذلك.

### ٣-١٢ الصناديق السيادية (SWFs)

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

ونورد في ما يلي أبرز خصائصها الرئيسية:

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

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

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

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

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

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

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

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

### ٣-١٣ الروابط التجارية والهيئات المهنية

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

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

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

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

وقد ارتفع عدد هذه الشركات، وازداد حجم عملياتها نتيجة الإقبال المتزايد للشركات على الإسناد الخارجي (Outsourcing)، وذلك لكي تتمكّن من التركيز على الأعمال التي تقع في صلب نشاطها (مثل إدارة الاستثمارات واختيار الأوراق المالية الأفضل أو توفير التخطيط المالي الملائم) مع إسناد مهمّة الأعمال الإدارية لشركة أخرى مختصة تستطيع أن تُنفّذها بكفاءة أكبر. ويُشار إلى أن الشركة التي تتعاقد مع هذا النوع من الشركات تبقى في نهاية المطاف مسؤولة عن الأعمال التي كلّفها بها

### ٤- قنوات توزيع الاستثمارات

#### الهدف التعليمي

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

### ٤-١ التخطيط المالي

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

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



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

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

## ٤-٢ المشورة المستقلة مقابل المشورة المحدودة

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

#### ٣-٤ خدمات التنفيذ فقط

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

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

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

#### ٤-٤ المشورة المالية الآلية

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

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

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

#### ٥- التقدم التكنولوجي وتطورات أخرى

##### الهدف التعليمي

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

#### ١-٥ التقدم التكنولوجي

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

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

تؤثر التقنية المالية (Fintech) في القطاع المصرفي وقطاع إدارة الأصول التقليديين، ومن ثم، فإنها تتطلب تطوير خدمات ومنصات رقمية جديدة عبر مجموعة واسعة من المؤسسات المالية. إذ يتزايد إتقان الأفراد لاستخدام المنتجات الرقمية، وكذلك رغبتهم في الوصول المستمر إلى الأدوات والخدمات المتطورة، وهذا ينطبق على عملاء الشركات التي تقدم الخدمات المالية.

لقد بحثنا سابقاً في كيف أنّ البنوك المنافسة للبنوك التقليدية (challenger banks)، وعمليات الإقراض المباشر بين النظراء، والمشورة الآلية تمثل تحدياً للسبل المتعارف عليها في تقديم الخدمات المصرفية والاستثمارية. كما يقوم التطور التكنولوجي في قطاع الاتصالات بتغيير معالم القطاع المالي. ففي وقتنا الحالي، مع تزايد استخدام التطبيقات الإلكترونية والاعتماد على أدوات الذكاء الصناعي عند تقديم التوصيات الاستثمارية من قبل مزودي الخدمات، يأمل العملاء بالحصول على الإمكانيات الرقمية نفسها التي اعتادوا عليها في المنتجات والخدمات الأخرى. على سبيل المثال، انتقلت صناعة إدارة الصناديق في الصين من إدارة ناشئة للأصول إلى إدارة رائدة عالمياً في سنوات قليلة فقط، خاصة في ما يتعلق بكيفية إجراء عمليات الاستثمار في الصناديق. وفي العام ٢٠١٢م، اقتصر الاستثمار في الصناديق عبر الإنترنت على عدد محدود من المستثمرين، ولكن وفقاً لدراسة أجرتها جمعية إدارة الأصول الصينية، يقوم حالياً أكثر من ثلثي المستثمرين باستثمار أموالهم في الصناديق عبر تطبيقات الهاتف المحمول.

## ٥-٢ الاستثمار القائم على الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات

مع تنامي وعي المستثمرين، نشأ الاستثمار القائم على الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات، الذي يُعدّ آخر التطورات في القطاع المالي. فالمستثمر الملتزم بمبادئ الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات يأخذ هذه العوامل في الاعتبار عند الحكم على ما إذا كان الاستثمار مناسباً لأهدافه أم لا:

- من الأمثلة على القضايا والعوامل البيئية: الاستدامة وتغير المناخ.
- من الأمثلة على القضايا والعوامل الاجتماعية: حماية المستهلك والتنوع الثقافي.
- من الأمثلة على القضايا والعوامل المتعلقة بالحوكمة: هيكل الإدارة والعلاقات بين الموظفين.

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

يعكس الاستثمار المسؤول عموماً المعتقدات الأخلاقية أو الدينية أو الاجتماعية للعمل، ويمكن أن يؤثر إلى حدٍ كبير في اختياره للاستثمارات. وتُصنّف ضمن هذه المجموعة أيضاً الأعداد المتزايدة من الاستثمارات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، التي تراعي قواعد التمويل الإسلامي. لقد شكّلت المناظرات المتزايدة عن القضايا البيئية والاجتماعية اتجاهاً سائداً في السنوات الأخيرة، ويبدو حجم الاهتمام بالتغير البيئي جلياً في قطاع إدارة الأصول.

من ناحية أخرى، تتنامى أهمية الحديث عن التمويل الأخضر (أي المراعي للبيئة وذلك للحدّ من المخاطر البيئية: Green Finance) والتمويل المستدام في قطاع الخدمات المالية. فيشير التمويل المستدام إلى عملية الأخذ بعين الاعتبار العوامل البيئية والاجتماعية عند اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار، ما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات في الأنشطة المستدامة وتلك طويلة الأجل. وبدوره، يهدف التمويل الأخضر إلى تخصيص أموال إضافية لأغراض خدمة أولويات التنمية المستدامة. ويُعدّ التمويل المناخي نوعاً جديداً من أنواع التمويل الأخضر، الذي يتوافر لتمويل المشاريع في الدول النامية بهدف تقليل

## مقدمة: قطاع الخدمات المالية

الانبعاثات الغازية أو التكيف مع تغير المناخ، وذلك إما عبر زيادة الإيرادات المتاحة لمشاريع التنمية العامة والخاصة (مثل الدعم الحكومي للمشاريع الصديقة للبيئة أو برامج تمويل الانبعاثات الكربونية) أو عن طريق تحسين هيكل رأسمال المشروع عبر خفض تكاليف الديون وإصدار الأسهم مثلاً.

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

## أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحة الأجوبة بالعودة إلى الفقرة ذات الصلة:

١. سمّ أربعة من الأنشطة الأساسية لقطاع الشركات وخمسة من الأنشطة الرئيسية لقطاع الأفراد في مجال الخدمات المالية.  
مرجع الإجابة: الفقرة ٢
٢. ما الأنواع الرئيسية للخدمات التي تقدمها المصارف الاستثمارية؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٣
٣. ما الخدمات التي يقدمها أمين الحفظ؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٣
٤. ما أوجه الاختلاف بين مؤسسات الادّخار المشترك والمصارف ذات الخدمات للأفراد؟  
مرجع الإجابة: الفقرتان ٣-٣ و ٤-٣
٥. ما المقصود بالتخطيط للحماية من المخاطر، وما السيناريوهات التي قد تتطلب استخدام سياسات الحماية؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٦-٣
٦. أين تُصنّف جمعية أسواق المال الدولية (ICMA) والجمعية الدولية لصفقات المبادلة والمشتقات المالية (ISDA) في قطاع الخدمات المالية؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ١٣-٣
٧. ما وظيفة شركة إدارة استثمارات الغير؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ١٤-٣
٨. ما نوعا المستشارين الماليين، وما وجه الاختلاف بينهما من حيث المنتجات المشمولة بالمشورة التي يقدمها المستشار؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٤
٩. ما السجلات التي ينبغي الاحتفاظ بها عند تنفيذ معاملة لعميل على أساس خدمات التنفيذ فقط؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٤

## الفصل الثاني

# البيئة الاقتصادية

- ٢٧ .١ مقَدِّمة
- ٢٧ .٢ العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي
- ٣٠ .٣ الدورة الاقتصادية والسياسة الاقتصادية
- ٣٣ .٤ المصارف المركزية
- ٣٦ .٥ المؤشرات الاقتصادية الرئيسية

يتضمَّن هذا الفصل قرابة ٤ أسئلة من أصل ٥٠ سؤالاً من أسئلة الاختبار



## ١ - مقَدِّمة

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

نبدأ باستعراض العوامل التي تؤثر في النشاط الاقتصادي في النُظُم الاقتصادية والسياسية المختلفة، ومراحل الدورة الاقتصادية. ثم سننظر في دور الحكومة في تحديد السياسة الاقتصادية، ثم ننتقل إلى الحديث عن دور الحكومات والمصارف المركزيّة في إدارة ذلك النشاط الاقتصادي.

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

## ٢ - العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي

### الهدف التعليمي

١-١-٢ معرفة العوامل التي تؤثر في مستوى النشاط الاقتصادي في كُليّ من: الاقتصاد المخطّط مركزياً واقتصاد السوق (الحز) والاقتصاد المُختلّط والاقتصاد المفتوح

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

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



وتُعتبر الأنظمة الاقتصادية الوسيلة التي تحدّد بها الدول كيفية استخدام هذه الموارد لحل مشاكل الإنتاج الأساسية المرتبطة بأسئلة من نوع: ماذا وكَم وكيف ولَمَن ننتج. ومن بين الأنظمة الاقتصادية الرئيسية الاقتصاد المخطّط مركزياً، واقتصاد السُّوق (الحُرّ)، والاقتصاد المُختلَط، في حين يشير الاقتصاد المفتوح إلى العلاقات الاقتصادية للدولة مع باقي دول العالم. ونفصّل أدناه كلّ من هذه الأنواع.

## ١-٢ الاقتصاد المخطّط مركزياً

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

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

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

## ٢-٢ اقتصاد السوق (الحُرّ)

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

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

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

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

يتنافس الأفراد على الوظائف المختلفة، كما تتنافس الشَّرِكات في ما بينها لجذب العملاء. وتؤدي ندرة أحد الموارد كالقوى العاملة الماهرة (مثل مهندس البرمجيات الحاسوبية) أو أحد الأصول المالية (مثل سهم إحدى الشركات الناجحة) إلى ارتفاع قيمة تلك الموارد. ونتيجة المنافسة في اقتصاد السوق، تكون أجور مهندسي البرمجيات الحاسوبية الأقل مهارة وأسعار أسهم

الشركات غير الناجحة أقل بكثير- وفي نهاية المطاف، قد تؤدي المنافسة في نهاية المطاف إلى انهيار الشركات غير الناجحة وتدفع المهندس الأقل مهارة إلى البحث عن مهنة أخرى.

## ٢-٣ الاقتصاد المختلط

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

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

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

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

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

## ٢-٤ الاقتصاد المفتوح

يُصنّف الاقتصاد المفتوح بانخفاض عدد العوائق القائمة أمام التجارة أو تخفيف الرقابة على الصرف الأجنبي.

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

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

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

### ٣- الدورة الاقتصادية والسياسة الاقتصادية

#### الهدف التعليمي

٢-١-٢ معرفة مراحل الدورة الاقتصادية ودور الحكومة في تحديد: السياسة الاقتصادية، السياسة المالية، والسياسة النقدية.

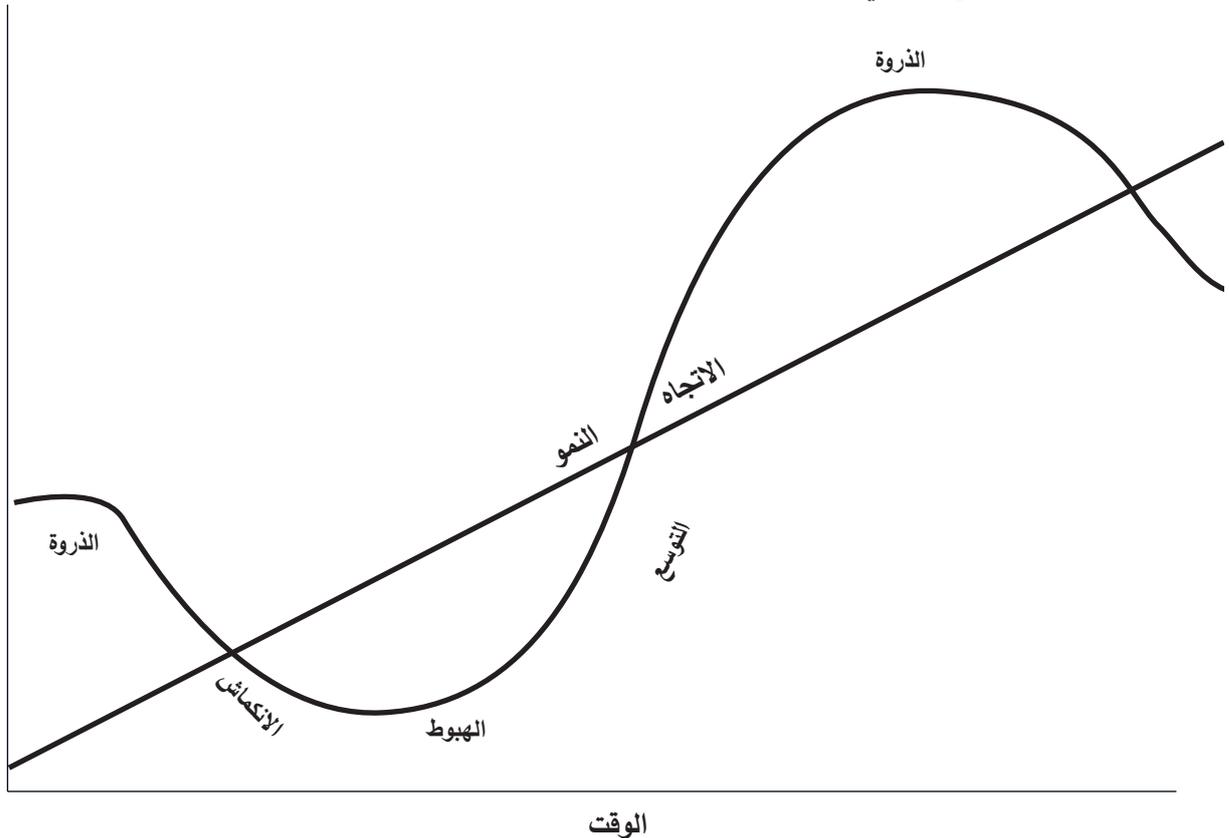
تمحور دور الحكومة كما جرت العادة في إدارة الاقتصاد من خلال الضرائب والسياسة الاقتصادية والسياسة النقدية، وضمان تحقيق العدالة في المجتمع من خلال توفير الدولة للرفاه والمزايا لأولئك الذين يستوفون معايير معينة. في الوقت ذاته، منح الأعمال التجارية بعض الحرية نسبياً لمواجهة أي تحديات والاستفادة من أي فرص ناشئة.

يمكن للحكومات إتباع مجموعة متنوعة من السياسات عند محاولة تقليل تأثير التقلبات في النشاط الاقتصادي. تُعرف هذه التدابير جميعاً باسم سياسات الاستقرار الاقتصادي ويتم تصنيفها تبعاً للسياسة المالية والنقدية. وتتطوي السياسة المالية على إجراء تعديلات باستخدام الإنفاق الحكومي والضرائب، بينما تتضمن السياسة النقدية إجراء تعديلات على أسعار الفائدة وتوافر النقود.

#### ١-٣ مراحل الدورة الاقتصادية العادية

بمرور الوقت، يميل مستوى النشاط الاقتصادي إلى التقلب مع ارتفاع قيمة الناتج المحلي الإجمالي وانخفاضه. يوضح الرسم البياني التالي المراحل الأربع النموذجية للدورة الاقتصادية، أي الذروة والانكماش والهبوط والتوسع.

#### مستوى النشاط الاقتصادي الوطني



## البيئة الاقتصادية

- **الذروة** - يكون الناتج المحلي الإجمالي عند أعلى نقطة له ويتوقف أي نمو في الإنتاج. هذه هي النقطة التي من المتوقع أن ينخفض عندها الناتج المحلي الإجمالي، وعلى سبيل المثال من المتوقع انكماش الاقتصاد.
- **الانكماش** - هي الفترة التي ينخفض فيها الناتج المحلي الإجمالي مع تباطؤ النشاط الاقتصادي. عندما يكون هناك ربعان متتاليان من انخفاض الناتج المحلي الإجمالي أو "النمو السلبي"، يشير الاقتصاديون إلى هذا على أنه "ركود".
- **الهبوط** - الناتج المحلي الإجمالي الآن عند أدنى نقطة له. انتهت مرحلة الانكماش.
- **التوسع** - يتحسن النشاط الاقتصادي ويبدأ الناتج المحلي الإجمالي في النمو مرة أخرى. يتميز التوسع المبكر عادة بزيادة معتدلة في الناتج المحلي الإجمالي، بينما مع التوسع المتأخر، يكون معدل الزيادة أعلى.

يوضح القسم ٥-٢ هذه الدورة.

### ٢-٣ السياسة الاقتصادية الكلية

يُقصد بالسياسة الاقتصادية الكلية إدارة الاقتصاد من قبل الحكومة بطريقة تُهدف إلى التأثير في أداء الاقتصاد وسلوكه ككل. ويمكن تلخيص أهدافها الأساسية على النحو الآتي:

|                            |   |
|----------------------------|---|
| العمالة الكاملة            | • ينبغي توظيف جميع عناصر الإنتاج، أي الأرض واليد العاملة ورأس المال وإدارة الأعمال، توظيفاً كاملاً قدر المستطاع             |
| النمو الاقتصادي            | • يقاس بالزيادات في الناتج المحلي الإجمالي.   |
| الحفاظ على معدل تضخم منخفض | • تحقيق الاستقرار السعري. وعادةً ما يكون معدّل التضخم المستهدف ٢٪.  |
| موازنة ميزان المدفوعات     | • إن العجوزات في ميزان التجارة الخارجية، أي أن تكون قيمة الواردات أكبر من قيمة الصادرات، يمكن أن تضر بأفاق النمو الاقتصادي. |

إن تحقيق هذه الأهداف الأربعة مجتمعة صعبٌ للغاية. فعلى سبيل المثال، يميل ميزان المدفوعات إلى التراجع عند تحسّن النمو الاقتصادي. وذلك لأن النمو الناتج عن زيادة في الطلب الكلي يؤدي في أغلب الأحيان إلى حدوث زيادة في الواردات نتيجة إقبال المستهلكين والشركات المصنّعة على شراء البضائع الأجنبية.

### ٣-٣ السياسة المالية

السياسة المالية هي أي إجراء تتخذه الحكومة لإنفاق الأموال، أو لتحصيل الأموال من الضرائب، بهدف التأثير على حالة الاقتصاد. وتستخدم الحكومة الأدوات التالية للتأثير على مستوى الإنفاق في الاقتصاد.

- **الموازنة** - الموازنة الحكومية هي بيان الدخل والإنفاق العام على مدى سنة واحدة، وتوجد ميزانية متوازنة عندما يتساوى الدخل والنفقات، وميزانية عجز عندما يتجاوز الإنفاق الدخل أو فائض الميزانية حيث يتجاوز الدخل النفقات. بالإضافة إلى عجز الميزانية، على سبيل المثال، عندما يكون الإنفاق العام أكثر من الدخل العام، وعندئذٍ يجب على الحكومة الاقتراض لتعويض الفرق.

- **الضرائب** - يمكن أن تكون الضرائب مباشرة، مثل الضرائب المفروضة على الدخل، أو غير المباشرة، مثل ضريبة القيمة المضافة أو ضريبة المبيعات المفروضة على السلع والخدمات. من خلال نظام الضرائب، يمكن للحكومة التأثير على مستوى الإنفاق في الاقتصاد. إذا كانت الحكومة ستخفض الضرائب وتحافظ على إنفاقها ثابتاً، فهذا يعني أن الشركات والأسر سيكون لديها دخل متاح أكثر. هذه إحدى طرق تحفيز الطلب. من ناحية أخرى، يمكن للحكومة خفض الطلب عن طريق زيادة الضرائب أو خفض نفقاتها.
- تتغير السياسة المالية بتغير مراحل الدورة الاقتصادية. فالسياسة المالية "التوسعية" تهدف إلى تحفيز النمو الاقتصادي عبر زيادة الإنفاق الحكومي أو تخفيض الضرائب أو الاثنين معاً من أجل تعزيز النشاط الاقتصادي. أما السياسة المالية "الانكماشية"، فتتطوي على خفض الإنفاق الحكومي أو رفع الضرائب أو كليهما معاً.

### ٣-٣-١ الآثار المترتبة على السياسة المالية للأعمال التجارية

#### التخطيط

نظرًا لأن السياسة المالية تؤثر على مستوى الطلب الكلي في الاقتصاد، تحتاج المؤسسات إلى أخذ ذلك في الاعتبار عند التخطيط لمستويات الإنتاج ومستويات التوظيف المستقبلية وأيضًا اتخاذ قرار بشأن الاستثمارات. ويصبح التخطيط أسهل بكثير إذا كانت سياسة الحكومة مستقرة.

#### التكلفة

ستؤثر الضرائب، ولا سيما مساهمات التأمين الوطني لصاحب العمل، على إجمالي تكاليف العمالة، وبالتالي التكلفة النهائية للمنتجات والخدمات. بالإضافة إلى ذلك، إذا ارتفعت الضرائب غير المباشرة مثل ضريبة القيمة المضافة، فإما أن تستوعب الشركة التكلفة أو تمررها إلى العميل.

### ٣-٤ السياسة النقدية

تتمثل السياسة النقدية في تنظيم الاقتصاد من خلال التحكم في النظام النقدي عبر العمل على تلك المتغيرات مثل المعروض النقدي ومستوى أسعار الفائدة وشروط التوافر من الائتمان. وتهتم السياسة النقدية عمومًا بحجم الأموال المتداولة والسعر من المال أو سعر الفائدة.

#### المعروض النقدي

يُعتقد أن المخزون النقدي في الاقتصاد يؤثر على حجم الإنفاق في الاقتصاد، وهذا بدوره يؤثر على مستوى الإنتاج والأسعار. في ظل السياسة النقدية، يمكن للحكومة استهداف المخزون النقدي كأداة اقتصادية. فقد تقرر الحكومات فرض "ضغوط ائتمانية" وتقييد الإقراض الائتماني للسيطرة على مستوى الإنفاق وخفض معدلات التضخم. وعضاً عن ذلك، قد تقرر الحكومات متطلبات الاحتياط النقدي على البنوك، مثل وضع حد أدنى لنسبة الاحتياطي النقدي.

## أسعار الفائدة

تمثل الفائدة سعر النقد أو تكلفة الاقتراض. لذلك، من المفترض أن يكون هناك علاقة مباشرة بين سعر الفائدة ومستوى الإنفاق في الاقتصاد. ويُعتقد أن الزيادة في أسعار الفائدة تثبط الإنفاق في الاقتصاد وبالتالي تقلل من مستوى إجمالي الإنفاق. وتشمل النتائج المحتملة الأخرى ما يلي:

- تشجيع المستهلكين على الادخار بأسعار فائدة أعلى.
- مدفوعات الرهن العقاري، مما يقلل الدخل المتاح لأصحاب المنازل.
- ارتفاع تكلفة الائتمان التي من شأنها أن تثبط الاقتراض وبالتالي الإنفاق.
- انخفاض مستوى استثمارات الشركات بسبب ارتفاع تكاليف الاقتراض.
- فقد قطاع الشركات الثقة في الاقتصاد ويصبح متشائمًا بشأن الفرص المستقبلية.

ومع ذلك، فقد قيل إن ارتفاع مستوى أسعار الفائدة لن يحقق بالضرورة ما سبق، ويجب أيضاً مراعاة الآثار التالية لارتفاع معدل الفائدة.

- الفائدة المرتفعة تعني دخل فائدة أكبر للمدخرين، وبالتالي، قد يزيدون من إنفاقهم.
- يمكن أن تنشأ مطالبات بأجور أعلى نتيجة الحاجة إلى دفع أقساط رهن عقاري أعلى.
- معدلات الفائدة المرتفعة تجذب تدفقات رأس المال، هذا من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف، مما يجعل الواردات أقل تكلفة وأكثر إقبالاً. وسيؤدي ذلك إلى حدوث عجز في ميزان المدفوعات.
- انخفاض الطلب يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع معدلات البطالة وانخفاض الدخل الضريبي للحكومة وبالتالي، قد تزداد إعانات البطالة.
- وعليه، فإن الاستثمار المنخفض يعني احتمالات ضعيفة للنمو الاقتصادي في المستقبل.

على غرار السياسة المالية، تختلف السياسة النقدية باختلاف المرحلة التي تمرُّ بها الدورة الاقتصادية. فالسياسة النقدية "التوسعية" تهدف إلى زيادة حجم الاقتصاد أو تسريع نموه عبر خفض أسعار الفائدة أو خفض متطلبات الاحتياطات النقدية للبنوك أو الائتين معاً. أما السياسة النقدية "الانكماشية"، فتهدف إلى كبح معدل النمو الاقتصادي (لمنع "فرط النشاط الاقتصادي" والتحكم بالتضخم) عبر رفع أسعار الفائدة أو زيادة متطلبات الاحتياطات النقدية للبنوك أو كليهما.

## ٤- المصارف المركزية

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

تُطبّق الحكومات سياساتها النقدية عن طريق مصارفها المركزيّة. وسنتطرق في الفقرات الآتية إلى دور المصارف المركزيّة في تنفيذ هذه السياسات. وتسترشد المصارف المركزيّة عند ممارسة نشاطاتها بإرشادات بنك التسويات الدولية (BIS) الذي تأسس في العام ١٩٣٠ ويضم في عضويته ٦٣ مصرفاً مركزياً تمثل دولاً من مختلف أنحاء العالم وتكوّن معاً نسبة ٩٥٪ تقريباً من إجمالي الناتج المحلي (GDP) العالمي. وتظهر مهمة بنك التسويات الدوليّة في تقديم العون للمصارف المركزيّة

في سعيها إلى تحقيق الاستقرار النقدي والمالي، إلى جانب دعم التعاون الدولي في تلك المجالات والعمل بمثابة مصرفٍ بالنسبة للمصارف المركزية.

## ١-٤ دور المصارف المركزية

### الهدف التعليمي

٣-١-٢ معرفة وظيفة المصارف المركزية

تعملُ المصارف المركزية في داخل النظام المالي لأي دولة من دول العالم، وتكون في العادة مؤسساتٍ حكوميّة، لكن معظمها مستقلٌّ عن سلطة الحكومات أو أيّ تدخّلٍ سياسي. وتتضمّن مسؤوليات المصرف المركزي عادةً بعض أو كافة ما يأتي:

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

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

|  |  |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• يعود تاريخ الاحتياطي الفدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية إلى سنة ١٩١٣. ويتكوّن الاحتياطي الفدرالي (المعروف باسم The Fed) من ١٢ مصرفاً احتياطياً فدرالياً محلياً، يشرف كل منها على أنشطة المصارف الموجودة في إطار حكومته المحلية ويوفّر السيولة لهذه المصارف.</li> <li>• تتحمّل اللجنة الفدرالية للسوق المفتوحة (الفومك FOMC) مسؤولية اتخاذ القرارات الهادفة إلى إنجاز واجبها القانوني في تعزيز استقرار الأسعار وتحقيق النُمو الاقتصادي المستدام.</li> <li>• تجتمع اللجنة الفدرالية للسوق المفتوحة كل سنة أسبوع تقريباً بهدف استعراض أحدث البيانات الاقتصادية المتوافرة للحكم على سلامة الاقتصاد وعافيته والنظر في ضرورة إجراء أي تغييرات على سعر الفائدة الفدرالي الذي يتأثر بالتغيرات الاقتصادية. وقد تعفّد اللجنة في حالات نادرة اجتماعاً طارئاً إذا اقتضت الظروف الاقتصادية ذلك.</li> <li>• أنقذ الاحتياطي الفدرالي - بوصفه جهة إقراض يلجأ إليها النظام المالي الأمريكي عند الضرورة القصوى - عدداً من المؤسسات والأسواق المالية الأمريكية من الانهيار أثناء الأزمة المالية، حيث قام بتمويل مجموعات الإنقاذ المالية الحكومية لقطاع صناعة السيارات وجمعيات الرهن العقاري في الولايات المتحدة. واستطاع بذلك الحدّ من انتشار حالة الهلع والحدّ من ارتفاع معدلات المخاطر النظامية في كافة قطاعات النظام المالي.</li> </ul> | <p><b>الاحتياطي<br/>الفدرالي<br/>(The Fed)</b></p> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• يقع مقرّ البنك المركزي الأوروبي (ECB) في مدينة فرانكفورت، وقد شرع في تحمّل مسؤولياته بوصفه مصرفاً مركزياً منذ بدء التعامل باليورو في ١ يناير ١٩٩٩.</li> <li>• البنك المركزي الأوروبي مسؤول في المقام الأول عن تحديد السياسة النقدية لمنطقة اليورو كلها، وذلك لتحقيق هدفٍ واحد، يتمثل في المحافظة على استقرار الأسعار داخل المنطقة. ويحافظ البنك على التضخّم في حدود ٢٪ أو ما دون ذلك على المدى المتوسط، كما هو محدّد في مؤشر أسعار المستهلك المتجانس (HICP)، وذلك بواسطة التأثير على تلك العوامل التي قد تؤثر بدورها في مستوى التضخّم مثل سعر صرف اليورو وارتفاع المعروض النقدي.</li> <li>• يُحدّد البنك سياساته النقدية عن طريق رئيسه ومجلس إدارته، ويتكوّن هذا الأخير من محافظي المصارف المركزية الوطنية في منطقة اليورو.</li> <li>• في عام ٢٠١٤، أسند للبنك المركزي الأوروبي دورٌ إشرافي يتمثل في مراقبة الاستقرار المالي للبنوك في دول منطقة اليورو. يعمل هذا البنك بموجب "الآلية الإشرافية الموحّدة" (Single Supervisory Mechanism SSM) للإشراف على المصارف، التي تهدف إلى ضمان سلامة النظام المصرفي الأوروبي وصلابته، فضلاً عن تعزيز التكامل والاستقرار المالي في أوروبا. وتُعَدُّ هذه الآلية خطوةً مهمة نحو بناء اتحاد مصرفي داخل الاتحاد الأوروبي.</li> </ul>   | <p><b>البنك المركزي<br/>الأوروبي<br/>(ECB)</b></p> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• أنشئ المصرف المركزي البريطاني - الذي يُطلق عليه اسم بنك إنجلترا - سنة ١٦٩٤، لكنه لم يحصل على استقلاله التنفيذي في وضع السياسة النقدية للمملكة المتحدة، على غرار معظم الدول المتقدّمة الأخرى، إلا في العام ١٩٩٧ عندما تأسست لجنة السياسة النقدية في بنك إنجلترا (Monetary Policy Committee).</li> <li>• يتمحور اهتمام لجنة السياسة النقدية حول الجرص على إبقاء التضخّم ضمن الحدود التي تحددها الحكومة، وذلك عن طريق تحديد "سعر الفائدة الأساسي" وهو سعرٌ فائدة قصير الأجل يُنشَرُ رسمياً ويُعدّ أداة السياسة النقدية الوحيدة في يد اللّجنة.</li> <li>• إن بنك إنجلترا - بالإضافة إلى دوره في تحديد سعر الفائدة على المدى القصير - هو إحدى الهيئات التنظيمية في المملكة المتحدة، كما يتولى القيام بكافة المهام التقليدية التي تختص بها المصارف المركزية ما عدا إدارة الدين الوطني وتوفير برنامج لضمان الودائع في المصارف.</li> </ul>  | <p><b>بنك إنجلترا<br/>(BoE)</b></p>                |

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

## بنك اليابان (BOJ)

## ٥ - المؤشرات الاقتصادية الرئيسية

بالإضافة إلى كونها ضرورية لإدارة الاقتصاد، يمكن للمؤشرات أن تزود المستثمرين بدليل لصحة الاقتصاد وتساعد في اتخاذ قرارات الاستثمار طويلة الأجل.

### الهدف التعليمي

- ٤-١-٢ فهم تأثير البيانات الاقتصادية التالية: الناتج المحلي الإجمالي، ميزان المدفوعات، عجز/ فائض الميزانية، مستوى البطالة، أسعار الصرف، التضخم، الانكماش

### ١-٥ التضخم/ الانكماش

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

ويمكن لمستوى التضخم المرتفع أن يسبب مشاكل عديدة نذكر منها:

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

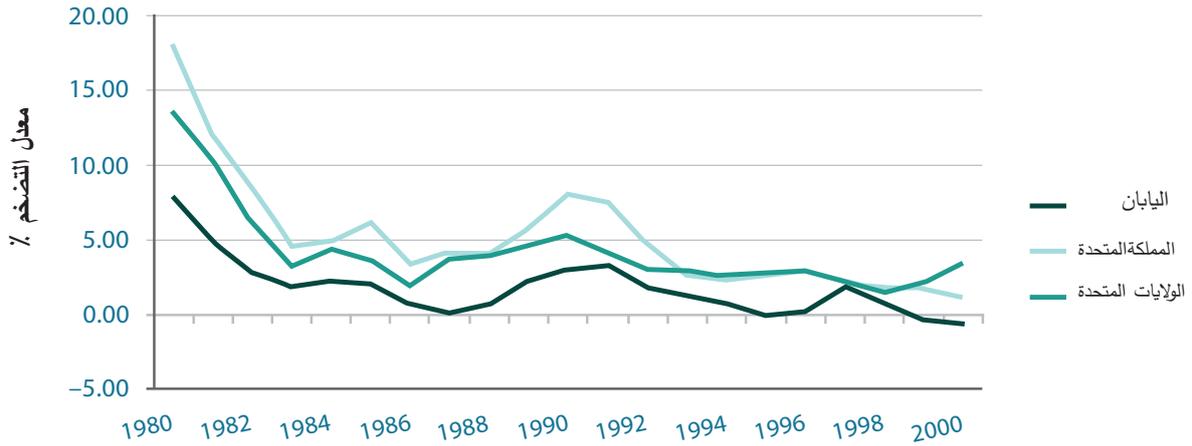
غير أنه توجد بعض الجوانب الإيجابية أيضاً لمستويات التضخم المرتفعة، نذكر منها:

- يسهم ارتفاع أسعار العقارات السكنية والأصول في انتشار "شعور إيجابي" عام.
- يستفيد المقترضون من انخفاض القيمة الحقيقية لديونهم- أي بعد تعديل قيمة الدين عند أخذ أثر التضخم بعين الاعتبار.
- كما يؤدي التضخم إلى تدهور القيمة الحقيقية للدين العام، وهذا مفيد للنظام الاقتصادي في أوقات الأزمات.

## البيئة الاقتصادية

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

### التضخم ١٩٨٠ - ٢٠٠٠



المصدر: صندوق النقد الدولي

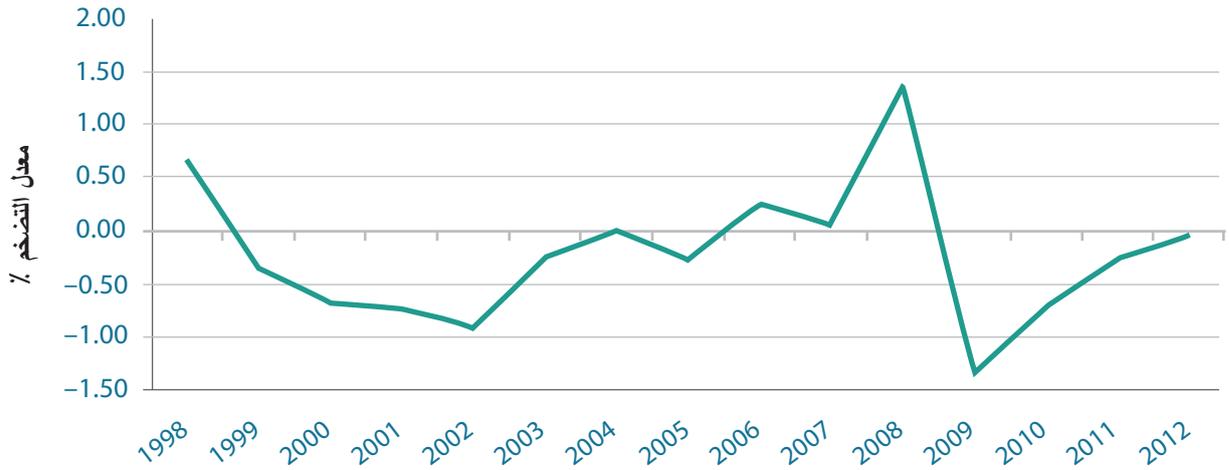
وتستخدم المصارف المركزية أسعار الفائدة للتحكم في التضخم. فتُحدّد هذه المصارف سعر الفائدة على القروض التي تمنحها للمؤسسات المالية، ما يؤثر في أسعار الفائدة على القروض المُتوفرة للمُدخرين والمقترضين في آنٍ معاً. ونتيجة ذلك، تؤثر التغييرات في سعر الفائدة الأساسي الذي يضعه المصرف المركزي على إنفاق الشركات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

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

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



## اليابان



المصدر: صندوق النقد الدولي

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

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

## ٥-١-١ مقاييس التضخم

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

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

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

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

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

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

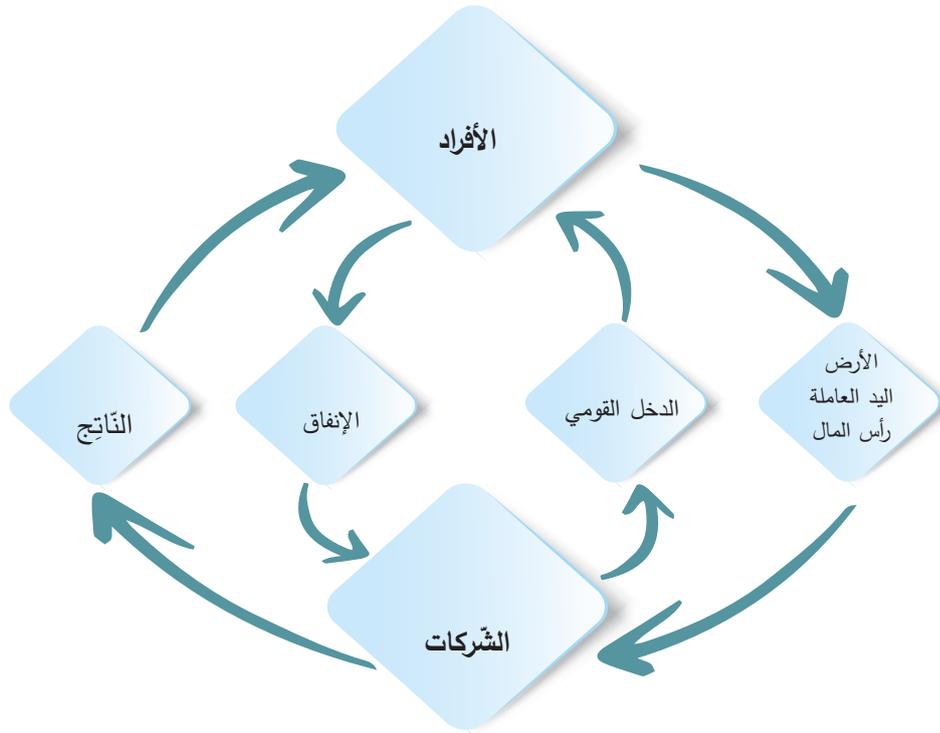
ينشر صندوق النقد الدولي بالاشتراك مع المنظمات الدولية الكبرى المعايير الدولية لحساب مؤشر أسعار المستهلك. يُشار إلى أن الإجراءات المستخدمة في الدول المختلفة ليست ثابتة فهي تستمر في التطور والتحسين، لذلك من الضروري إدراك وجود طرق مختلفة لحساب التضخم، وأن المقاييس المختلفة قد تعطي صوراً بديلة لما يحدث في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

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

## ٢-٥ الناتج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Product GDP)

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

### نموذج مُبسّط للنظام الاقتصادي



ويمكن قياس هذا النشاط الاقتصادي بإحدى الطرق الثلاث الآتية:

- بواسطة الدخل الكلي المدفوع من قبل الشركات للأفراد
- بواسطة قسمة إجمالي نفقات الأفراد على ناتج الشركات
- بواسطة قيمة الناتج الكلي الذي تحقّقه الشركات.

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

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

### النمو الاقتصادي

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

- إنتاجية اليد العاملة ومعدّل نموّها
- معدّل توظيف المُدخّرات الاقتصادية المحليّة ورؤوس الأموال الآتية من الخارج وتوجيهها بفعالية لاستحداث تقنيات جديدة ومبتكرة واستبدال معدّات الإنتاج المتقدمة
- مدى الحفاظ على البنية التحتية للنظام الاقتصادي وتطويرها لتلبية الاحتياجات المتنامية في ميادين المواصلات والاتصالات والطاقة.

تنمو القوة العاملة عادةً بمعدّل يُقارب ١٪ سنوياً في النظام الاقتصادي الناضج، على الرغم من أن هذه النسبة قد تتفاوت أحياناً إلا أنّ معدّل النمو في دول مثل الولايات المتّحدة - حيث يزداد توظيف اليد العاملة من المهاجرين بصورة مستمرة - وصل إلى معدلات أعلى من ذلك. ويتوقف معدّل نمو الإنتاجية على المدى الطويل على عوامل عدّة، مثل التعليم والتدريب واستخدام التقنيات الحديثة التي تقلّل من الاعتماد على اليد العاملة. علاوةً على ذلك، من الصعب جداً استخلاص عوائد الإنتاجية في الاقتصاد الذي وصل إلى مرحلة ما بعد الثّورة الصناعية مقارنةً باقتصادٍ آخر يتمتع بقاعدة تصنيع ضخمة.

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

ولمّا كان معدّل النمو الفعلي في الحقيقة متقلّباً ويخرج عن الاتجاه السائد للنمو على المدى القصير، تنشأ الدورة الاقتصادية أو دورة الأعمال كما هو موضح في الفقرة ٣-١.

عندما ينمو الاقتصاد بمعدّل يتجاوز معدّل اتجاه نموّه العام، فإنّ الناتج الفعلي سيتجاوز الناتج المحتمل (المتوقّع)، وغالباً ما تتجمّع عن ذلك عواقب تضخّمية. أما عندما يتقلّص ناتج إحدى الدول - أي يصبح معدّل نموّها الاقتصادي سالباً على مدى ربعين متتاليين على الأقل - يُقال إن الاقتصاد يمرُّ بمرحلة كساد أو يدخل في مرحلة انكماش، ما يؤدي إلى انتشار البطالة وحدوث فائضٍ في الطاقة الإنتاجية.

### ٣-٥ ميزان المدفوعات وأسعار الصرف

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

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

|  |                              |
|--|------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• يتكوّن الميزان التجاري من:           <ul style="list-style-type: none"> <li>◦ الميزان التجاري الظاهر (السلعي) - الفارق بين قيمة السلع المستوردة والسلع المصدّرة، مثل الفوارق التي تنشأ من تبادل المواد الخام والسلع المصنّعة.</li> <li>◦ الميزان التجاري غير الظاهر (الخدمي) - الفارق بين قيمة الخدمات المستوردة والمصدّرة، وينشأ عن خدمات مثل الخدمات المالية (بما في ذلك الخدمات المصرفية) والسياحة.</li> </ul> </li> <li>• عندما تعاني دولة ما من عجز في الميزان التجاري في أحد هذين المجالين أو كليهما، فهذا يعني أنها تستورد أكثر مما تصدّر. أما إذا كان لديها فائض في الميزان التجاري، فإنها تصدّر أكثر ممّا تستورد.</li> </ul> | <b>الميزان التجاري</b>       |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• يُستخدم حساب العمليات الجارية لحساب القيمة الكلية للسلع والخدمات التي تتدفّق إلى داخل إحدى البلدان وإلى خارجها.</li> <li>• يتكوّن حساب العمليات الجارية من حسابي الميزان التجاري السلعي والخدمي.</li> <li>• وتُضاف إليهما تدفقات أخرى، مثل توزيعات أرباح الأسهم الناتجة عن الأصول في الخارج والتحويلات المالية من المغتربين العاملين في الخارج.</li> </ul>  | <b>حساب العمليات الجارية</b> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• يُسجل حساب رأس المال حركة رأس المال الدولية المرتبطة بالاستثمار في الشركات والعقارات والسندات والأسهم. وتشمل هذه المعاملات المرتبطة بملكيّة الأصول الثابتة وعمليات شراء الأصول الاستثمارية المحلية والأجنبية وبيعها.</li> <li>• تُقسّم هذه عادةً إلى فئات مثل الاستثمار الأجنبي المباشر - كاستحواذ شركة أجنبية مثلاً على مصنع جديد أو شركة قائمة حالياً- والمحافظ الاستثمارية التي تشمل التداول في الأسهم والسندات، إلى جانب استثماراتٍ أخرى تتضمّن التداولات في العملات والودائع المصرفية.</li> </ul>  | <b>حساب رأس المال</b>        |

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

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

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

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

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

### ٤-٥ العجز في الميزانية والدين الوطني

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

يوجد عددٌ كبير من المقاييس المستخدمة بوصفها مؤشرات اقتصادية رئيسية، ما قد يسبّب إرباكاً وحيرة للكثيرين. ويقاس كلٌّ منها بمجموعاتٍ مختلفةً من البيانات، لكن يمكن تقسيمها عموماً إلى نوعين أساسيين:

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

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

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

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

### ٥-٥ معدل البطالة

يُعدّ معدل البطالة، أو مقدار الصعوبة في الحصول على وظيفة من قبل الباحثين عن عمل، مؤشراً مهماً على تعافي الاقتصاد. ولا بدّ من وجود نسبة بطالة معيّنة في أي اقتصاد - أي بعض الأفراد في طور البحث عن فرصة عمل جديدة تُناسب تطلّعاتهم، أو العائدين إلى عملهم بعد انقطاع دام لبعض الوقت، أو مهاجرين وافدين حديثاً، أو أشخاص يفتقرون إلى

المهارات المناسبة أو يقطنون في مناطق حيث يصعب إيجاد وظائف. ويشير خبراء اقتصاديون إلى ذلك على أنه "المعدّل الطبيعي للبطالة".

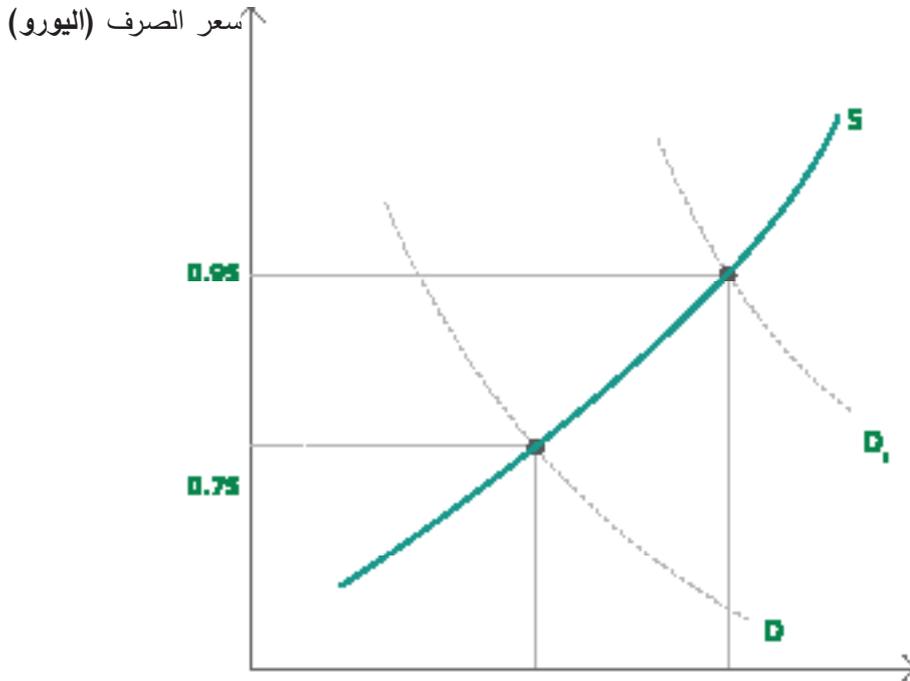
ويشير وجود معدلات بطالة مرتفعة إلى انخفاض الطلب في الاقتصاد على السلع والخدمات المنتجة التي تباع للمستهلك، وبالتالي انخفاض الطلب على القوة العاملة الضرورية لتوفير هذه السلع والخدمات.

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

## ٥-٦ أسعار الصرف

يمكن وصف سعر الصرف بأنه سعر عملة مقابل عملة أخرى. إذا تغير سعر الصرف، بحيث تستطيع العملة "أ" شراء المزيد من العملة "ب"، فهذا يدل على ارتفاع قيمة العملة "أ" وانخفاض قيمة العملة "ب".

على سبيل المثال، في الرسم البياني أدناه، يمكننا أن كيف يتحرك سعر الصرف مثل أن ١ دولار أمريكي (سابقاً، ما يعادل ٠,٧٥ يورو) يساوي الآن ٠,٩٥ يورو. ويرجع سبب ارتفاع الدولار الأمريكي أمام اليورو إلى زيادة الطلب على الدولار الأمريكي.



الكمية (دولار أمريكي)

لاحظ أن آليات أسعار الصرف موضحة في مكان آخر (الفصل ٥، القسم ٤).

في هذا السياق، ندرس تأثير أسعار الصرف على الاقتصاد. بشكل عام، تؤدي أسعار الصرف شديدة التقلب (أي الأسعار غير المستقرة وذات التغيرات الكبيرة) إلى حدوث قدرًا كبيرًا من عدم اليقين وتؤثر على النشاط الاقتصادي، فضلاً عن قرارات الاستثمار التي تتطوي على أصول أجنبية. على سبيل المثال، قد يمتلك المستثمر المقيم في المملكة المتحدة عقارات في الولايات المتحدة، أي أصل مقوم بالدولار الأمريكي.

إذا انخفضت قيمة الدولار الأمريكي مقارنة بالجنيه الإسترليني فسيشهد المستثمر انخفاضًا في قيمة أصوله على الرغم من أن أسعار العقارات في الولايات المتحدة ربما لم تتغير.

ومن العوامل المهمة التي تؤثر على تغيرات أسعار الصرف هو نظام سعر الصرف الذي يتبعه البنك المركزي. وتختلف هذه العوامل على نطاق واسع، ولكن يتم وصف عاملين متطرفين أدناه:

1. **نظام السعر الثابت** - يتم ربط سعر الصرف بعملة معينة، مثل الدولار الأمريكي أو مجموعة من العملات لضمان بقاء السعر "ثابتًا"، ويتدخل البنك المركزي في سوق العملات لتعويض تأثير العرض والطلب من خلال إنفاق احتياطاته من العملات الأجنبية أو شراء العملات الأجنبية.
2. **نظام السعر العائم** - يتم تحديد سعر الصرف من خلال العرض والطلب. لا يوجد تدخل في السوق من قبل البنك المركزي. يشار إلى هذا، في بعض الأحيان، على أنه نظام معدل عائم "حر".

تتضمن أمثلة أنظمة سعر الصرف التي تقع ضمن هذين النقيضين ما يلي:

- **النطاق المستهدف لسعر الصرف (Target Zone)** - على غرار نظام السعر الثابت، ومع ذلك، فإن سعر الصرف يُدار ضمن نطاق (حدود قصوى ودنيا). هذا يعني أن السعر يمكن أن يتقلب، وبالتالي، سيدخل البنك المركزي فقط إذا تم تجاوز الحدود القصوى أو الدنيا للسعر.
- **سعر صرف متحرك (Crawling Peg)** - مشابه للنطاق المستهدف لسعر الصرف، ولكن مع اتساع نطاقات الحدود القصوى والدنيا تدريجيًا. ويستخدم هذا النظام بشكل عام كاستراتيجية للابتعاد عن نظام السعر الثابت.
- **تعويم منظم (Managed float)** - يُعرف هذا أيضًا باسم التعويم "الريء". وفي هذا النظام، يكون سعر الصرف إلى حد كبير سعرًا عائماً، ولكن مع تدخل عرضي من البنك المركزي لتغيير اتجاه السعر أو السرعة التي يتغير بها.

## أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحة الإجابة بالعودة إلى الفقرة ذات الصلة:

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

# حقوق الملكية/الأسهم

- ٤٩ . ١. تأسيس الشركات وخصائصها، ومزايا الاستثمار في الأسهم
- ٥٨ . ٢. مخاطر الاستثمار في الأسهم
- ٦١ . ٣. قرارات مجلس الإدارة
- ٦٩ . ٤. الأسواق الأولية والثانوية
- ٧٠ . ٥. إيصالات الإيداع
- ٧٢ . ٦. أسواق الأسهم العالمية
- ٧٦ . ٧. مؤشرات أسواق الأسهم
- ٧٨ . ٨. أنظمة التسوية

يتضمن هذا الفصل قرابة ٩ أسئلة من أصل ٥٠ سؤالاً من أسئلة الاختبار



## ١- تأسيس الشركات وخصائصها، ومزايا الاستثمار في الأسهم

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

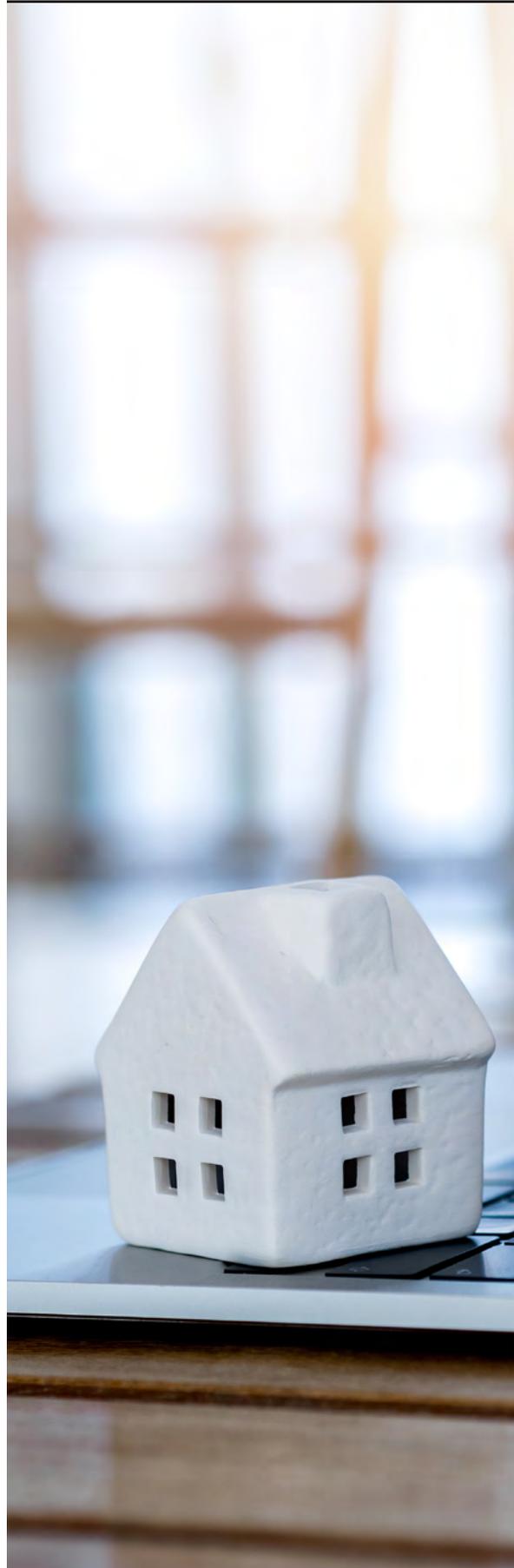
تُمثِّل الأسهم رأس مال الشركة الذي يملكه أصحابها، ولذلك يشار إليها باسم **حقوق الملكية**، ولها نوعان: الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

تصدر الأسهم إما على هيئة أسهم اسمية أو أسهم لحاملها. ففي حالة الأسهم الاسمية، يظهر اسم المستثمر في سجل أسهم الشركة، وقد تصدر الشركة أحياناً شهادات أسهم تكون بمثابة دليل على ملكية الشخص لهذه الأسهم. غير أن إصدار الشركات للأسهم من دون شهادات قد أصبح أمراً شائعاً ويُستخدم بدلاً عنها سجلٌ إلكتروني (بدلاً من السجل الورقي) لإثبات الملكية وإن كانت ما تزال تعرف باسم شهادات الأسهم.

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

في هذا الفصل، سوف نلقي نظرة تفصيلية على العديد من مزايا الأسهم وكيفية تداولها.

يبدأ الفصل بشرح كيفية تأسيس الشركة، سننظر بعد ذلك في سمات الأسهم ومزايا ومخاطر امتلاك الأسهم وتأثير إجراءات الشركات. ثم سوف ننقل لاحقاً إلى متطلبات الإدراج في البورصة، وننظر إلى البورصات والمؤشرات العالمية، ثم نوضح كيفية تداول الأسهم وتسويتها.



## الأهداف التعليمية

- ٣-١-١ معرفة كيفية تأسيس الشركة والفروق بين الشركات الخاصة والعامة
- ٣-١-٢ معرفة خصائص الأسهم العادية والأسهم الممتازة (أسهم الأفضلية) ومزايا كلٍ منها: توزيعات أرباح الأسهم؛ الأرباح الرأسمالية؛ امتيازات المساهمين؛ حقّ الاكتتاب في أسهم جديدة؛ حقّ التصويت
- ٣-١-٣ التمكن من حساب عائد توزيعات أرباح السهم

### ١-١ تأسيس الشركات

يتم تأسيس العديد من الأعمال التجارية، سواء كبيرة أو صغيرة، في هيئة شركات. وتختلف عملية التأسيس باختلاف الدولة التي يتم فيها تأسيس الشركة. بغض النظر عن مقر تأسيس الشركة، فإن إنشاء الشركات تُعد عملية غير مكلفة وتتطلب من مؤسسي الشركات إعداد مجموعة من المستندات وتقديمها إلى الهيئات المختصة. على سبيل المثال، في المملكة المتحدة، يلزم تقديم عقد تأسيس الشركة لتأكيد نوايا تأسيس شركة بالإضافة إلى النظام الأساسي لتحديد العلاقة بين الشركة ومالكها لدى المسجل الرسمي للشركات Companies House. في الولايات المتحدة، يجب تقديم مواد التأسيس أو شهادة التأسيس إلى مكتب وزير الخارجية ذي الصلة.

#### ١-١-١ الشركات الخاصة والعامة

عادة ما يتم تأسيس الشركات إما كشركات خاصة أو عامة. يُسمح للشركات العامة فقط بإصدار الأسهم للعامة. ونتيجة لذلك، فإن جميع الشركات المدرجة هي شركات عامة، ولكن ليست كل الشركات العامة مدرجة في البورصة.

يشير اسم الشركة إلى ما إذا كانت عامة أو خاصة. على سبيل المثال، تمتلك الشركات العامة في المملكة المتحدة "plc" (وهو اختصار لمصطلح public limited company) في أسمائها بينما تمتلك الشركات الخاصة في المملكة المتحدة كلمة "محدودة" أو "Ltd". وكما ذكرنا سابقاً، من الممكن تماماً أن تكون الشركة "مجرد" شركة عامة غير مدرجة في البورصة. بنك HSBC Holdings العالمي هو شركة عامة (plc) ومدرج في عدد من البورصات العالمية بما في ذلك سوق لندن للأوراق المالية (LSE)، وبورصة نيويورك (NYSE)، وبورصات هونج كونج (HKEX)، وبورصة باريس (يورونكست) وبورصة برمودا (BSX). في المقابل، فإن Virgin Holdings، إمبراطورية ريتشارد برانسون التجارية، هي شركة عامة، لكنها غير مدرجة في البورصة.

عموماً، يتحمل مساهمو الشركات مسؤولية محدودة مما يعني أن مسؤولية المساهمين عن ديون الشركة تقتصر على المبلغ الذي وافقوا على دفعه للشركة عند الاكتتاب الأولي.

## مثال

يتم إنشاء شركة بريطانية برأس مال مساهم قدره ١٠٠ جنيه إسترليني والذي يتكون من ١٠٠ سهم عادي بقيمة ١ جنيه إسترليني. بافتراض أن كل سهم مدفوع بالكامل (انظر القسم ٣-١)، فإن المساهم الأول الذي يكتتب لـ ٢٠ سهمًا سيدفع ٢٠ جنيهًا إسترلينيًا. في حالة إفلاس الشركة، تقتصر مسؤولية ذلك المساهم تجاه ديون الشركة على المبلغ الذي تم الاكتتاب فيه، أي ٢٠ جنيهًا إسترلينيًا.

سيكون الوضع مختلفًا إذا تم دفع الأسهم جزئيًا فقط. على سبيل المثال، قد تكون الأسهم سهمًا عاديًا بقيمة ١ جنيه إسترليني، ولكنها تتطلب فقط دفع ٥٠ بنسًا للسهم في البداية، ويكون الباقي مستحق الدفع في تاريخ ما في المستقبل. في حالة التصفية، قد يُطلب من المساهم التسديد للوفاء بديون الشركة.

## ٢-١ الأسهم العادية (Common Stock أو Ordinary Shares)

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

ويحق لحملة الأسهم - بوصفهم مُلاك الشركة - التصويت بـ "نعم" أو "لا" على كل مشروع قرارٍ يطرحه مجلس الإدارة في جمعية الشركة العمومية (أو الامتتاع عن التصويت). فعلى سبيل المثال، إذا تلقت الشركة عرضاً بالاستحواذ عليها واقترح أعضاء مجلس الإدارة الموافقة عليه، فلا بد أن يخضع القرار لتصويت حملة الأسهم. وفي حال التصويت بالرّفص، لا يتم إقرار مشروع القرار وسيضطر أعضاء مجلس الإدارة إلى إعادة النظر مجدداً في العرض.

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

أما إذا كان أداء الشركة ضعيفاً، فيتحمل حملة الأسهم الخسارة. وإذا توقفت الشركة عن مزاوله عملها - أي أغلقت أبوابها - فلا يتقاضى حملة الأسهم نصيبهم عند تصفية الشركة إلا بعد سداد حقوق الأطراف الأخرى كافة. أي بعد دفع الضرائب المستحقة عليها وديون البنوك ومستحقات الموردين والدائنين الآخرين وبالتالي، قد لا يحصلون على أي تعويض أو يتقاضون ما تبقى فقط.

قد نصادف في بعض الأحيان مصطلح الأسهم المدفوعة جزئياً أو الأسهم المُشاركة. والمقصود هنا أنّ القيمة الاسمية للسهم لم تُسدّد بالكامل. فعلى سبيل المثال، إذا تأسست شركة جديدة برأس مال أولي قدره ١٠٠ دولار أمريكي، فقد يتكوّن رأس مال الشركة من ١٠٠ سهم عادي بقيمة دولار واحد للسهم. فإذا دفع كل واحد من حملة الأسهم الذين وُزعت عليهم هذه الأسهم دولاراً واحداً للسهم، تصبح أسهم الشركة مدفوعةً بالكامل. أما إذا دفع كل من حملة الأسهم ٥٠ سنتاً (٠,٥٠)،

دولار) لكلِّ سهم، أي نصف المبلغ المُستحق دفعه، تكون الأسهم عندئذٍ مدفوعة جزئياً، لكن يجب على حملة الأسهم في هذه الحالة تسديد التزاماتهم الماليّة المُتبقية كاملةً إذا طالبتهم الشركة بذلك. وفي حال تعرّضت الشركة للتصفية، يحقّ للقائمين على تصفيتها المطالبة بدفع الالتزامات الماليّة المتبقية على حملة الأسهم من أجل تسوية ديون الشركة التي لم تُسدّد بعد.

### ٣-١ الأسهم الممتازة (أسهم الأفضلية)

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

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

تتّصف الأسهم الممتازة عادةً بالخصائص الآتية:

- لا يتمتع حملة هذه الأسهم بحقّ التصويت إلا في ظروفٍ خاصّة مُحدّدة، مثل التخلف عن دفع توزيعات أرباح الأسهم.
- لها نصيب سنوي ثابت من توزيعات الأرباح يُحدّد عند إصدارها في بادئ الأمر، ولها الأفضليّة على الأسهم العادية عند توزيع أرباح الأسهم.
- تحظى بالأولوية مقارنةً بالأسهم العادية عند إعادة سداد قيمتها في حال إفلاس الشركة أو توقّفها عن مزاوله نشاطها.
- يمكن أن تشكّل جزءاً من الأسهم المُصدّرة للشركة، وذلك لمدة زمنية محدودة، إذا كانت قابلة للتحويل أو قابلة للاسترداد (انظر الفقرة أدناه).

وفيما يتعلق بأحقية الحصول على الأرباح، قد تكون الأسهم الممتازة مُجمّعة للأرباح و/أو غير مُجمّعة للأرباح و/أو مُشاركة في الأرباح.

فإذا لم تُحقّق الشركة أرباحاً كافية في إحدى السنوات وعجزت عن توزيع أرباح الأسهم على حملتها، لا يحصل حملة الأسهم الممتازة عادةً على أي توزيعات من الأرباح. غير أنه إذا كانت هذه من الأسهم الممتازة المُجمّعة للأرباح، تتراكم استحقاقات توزيعات أرباح الأسهم من عام إلى آخر. فإذا حقّقت الشركة أرباحاً كافية، يحصل حملة الأسهم الممتازة المُجمّعة للأرباح على أرباح الأسهم عن السنوات السابقة (الأرصدة المدينة) في العام التالي، أما إذا كانت الأسهم غير مُجمّعة للأرباح، فسوف يخسر المستثمر أيّ توزيعات أرباح غير مدفوعة عن السنوات السابقة التي لم تُحقّق فيها الشركة دخلاً كافياً.

#### مثال

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

## حقوق الملكية/الأسهم

تمنح الأسهم الممتازة المُشارِكة في الأرباح حاملها الحقّ في الحصول على توزيعات أرباح أسهم أساسية محدّدة - بنسبة ٣٪ سنوياً على سبيل المثال - لكن يستطيع أعضاء مجلس الإدارة منح نسبة أكبر من العائد على هذه الأسهم في الأعوام التي تتجاوز فيها الأرباح حدّاً معيّناً، أي يُمكن أن ينال حملة الأسهم الممتازة حصّةً من الأرباح الوفيرة.

فيما يتعلق بالاستحقاق، قد تكون الأسهم الممتازة أدوات دائمة بدون تاريخ استرداد (مثل الأسهم العادية)، وتتميّز بعض الأسهم الممتازة بقابليتها للاسترداد أو التحويل إلى أسهم عاديّة. ويمكن لحملة الأسهم الممتازة القابلة للتحويل خيار تحويلها إلى أسهم عادية للشركة بعد مرور مدّة زمنيّة محدّدة وبشروطٍ مُتفق عليها مُسبقاً.

ويمكن استرجاع الأسهم الممتازة القابلة للاسترداد - تماماً كما يوحي اسمها - في تاريخٍ مُحدّد؛ أي تُسَدّد القيمة الاسميّة إلى حامل الأسهم الممتازة وتُلغى الأسهم.

### مثال

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

يعني هذا:

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

## ٤-١ مزايا الاستثمار في الأسهم

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

## ١-٤-١ توزيعات أرباح الأسهم

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

### مثال

تأسست شركة النزاهة العامة المحدودة منذ عدّة سنوات وقد حقّقت منذ ذلك الحين أرباحاً بقيمة ٢٠ مليون دولار أمريكي، ووَزَّعت أرباح أسهم بقدر ١٣ مليون دولار. فيكون رصيد الشركة من الأرباح المحتجزة في بداية العام ٧ ملايين دولار.

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

ملايين

٧

الرصيد الافتتاحي

٣

الأرباح بعد الضريبة السنوية

١٠

(١)

توزيعات أرباح الأسهم

٩

الرصيد في نهاية المدة

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

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

## حقوق الملكية/الأسهم

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

### مثال

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

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

فيكون ربح السهم الموزع:

$$[1 \text{ مليون دولار} \div (20 \text{ مليون} \times 2,5)] \times 100 = 2\%$$

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

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

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

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

- ارتفاع سعر السهم لأن المستثمرين يتوقعون أن تحقق الشركة نمواً كبيراً.
- إعادة استثمار نسبة كبيرة من الأرباح التي تحققت الشركة بدلاً من توزيعها على حملة الأسهم.

- قد تكون عوائد توزيعات أرباح الأسهم في الشركة منخفضة أيضاً؛ لأنها لم تحقق النجاح نسبياً (كما في المثال أعلاه) لكن سعر السهم قد يُعدّل ليعكس حقيقة أن المستثمرين يتوقعون أن تنخفض توزيعات أرباح الأسهم في المستقبل.

### ٢-٤-١ الأرباح الرأسمالية

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

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

### ٣-٤-١ امتيازات المساهمين

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

### ٤-٤-١ حقّ الاكتتاب في الأسهم الجديدة

تستطيع الشركات عادةً أن تُصدر أسهماً جديدة لأيّ شخص كان، لكن ذلك يؤدي إلى تخفيض قدرة المساهمين الحاليين على التحكم في الشركة.

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

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

يُوضّح المثال الآتي آلية تطبيق حقوق الشفعة.

### مثال

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

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

يمكن أن نوجز ذلك على النحو الآتي:

#### قبل الإصدار

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

#### الإصدار الجديد

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

#### بعد الإصدار

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

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

### ١-٤-٥ حق التصويت

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

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

ويُدلي حملة الأسهم بأصواتهم بإحدى الطريقتين الآتيتين:

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

- يستطيع حامل السهم تعيين شخص آخر للتصويت نيابة عنه- ويشار إلى هذه الحالة عادة بمصطلح "التصويت بالوكالة".

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

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

## ٢- مخاطر الاستثمار في الأسهم

### الهدف التعليمي

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

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

### ١-٢ مخاطر السوق وتغير السعر

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

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

- انخفضت أسعار الأسهم في العالم بنسبة ٢٠٪ تقريباً في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧، وهبطت أسعار بعضها بنسبة أكبر من ذلك. ويشار إلى هذا اليوم عموماً بيوم الاثنين الأسود، حيث انخفض مؤشر داو جونز بنسبة ٢٢,٣٪ محدثاً خسائر فادحة في أسعار الأسهم بلغت ٥٠٠ مليار دولار أمريكي.

## حقوق الملكية/الأسهم

- ومع ظهور عصر الإنترنت، سادت في أوساط المستثمرين توقعات متفائلة بتطور نظام اقتصادي جديد، الأمر الذي أدى إلى الارتفاع المفاجيء في أسعار أسهم شركات الإنترنت. وقد أدرج الكثير من أسهم هذه الشركات في بورصة ناسداك التي ارتفع مؤشرها من ٦٠٠ إلى ٥٠٠٠ بحلول عام ٢٠٠٠. ووصف رئيس مجلس إدارة البنك الاحتياطي الفيدرالي سلوك المستثمرين آنذاك بأنه "تصرف متهور غير عقلاني". وفي منتصف عام ٢٠٠٠، انفجرت فقاعة الإنترنت - وتسمى أيضاً فقاعة الدوت-كوم "dot-com" - ونتج عنها انهيار مؤشر بورصة ناسداك وانخفاضه ليصل إلى أقل من ٢٠٠٠ نقطة.
- أدت أزمة القروض العقارية وأزمة الائتمان إلى هبوط آخر في أسواق الأسهم. ففي عام ٢٠٠٨، شهد مؤشر ناسداك أسوأ انهيار له على الإطلاق، حيث انخفض بنسبة ٤٠,٥٤% على مدار العام. وانخفض مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA) بنسبة ٣٣,٨٤%، بينما تراجع مؤشر فوتسي ١٠٠ (FTSE١٠٠) بنسبة ٣١% في أكبر هبوط سنوي شهده منذ إنطلاقه في عام ١٩٨٤.
- وفي الآونة الأخيرة، تراجعت أسواق الأسهم في جميع أنحاء العالم في النصف الأول من عام ٢٠٢٠ مع انتشار جائحة فيروس كورونا (COVID-19).

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

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

## ٢-٢ مخاطر السيولة

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

### مثال

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

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

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

## ٣-٢ مخاطر الجهة المُصدِرة

تنتج هذه المخاطر عن احتمال تعرّض الشركة المُصدِرة للأسهم للانهايار، فتصبح عندها الأسهم العادية عديمة القيمة.

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

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

## ٤-٢ مخاطر تغير سعر الصّرف

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

### مثال

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

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



### ٣- قرارات مجلس الإدارة

#### الهدف التعليمي

٣-١-٥ معرفة ماهية قرارات مجلس الإدارة والفارق بين القرار الإلزامي والقرار الطوعي والقرار الإلزامي مع خيارات بما يشمل عمليات الاستحواذ والاندماج

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

تُصنّف قرارات مجلس الإدارة إلى ثلاث فئات رئيسية:

١. **قرار إلزامي:** إجراء تفرضه الشركة ولا يتطلب أي تدخل من حملة الأسهم أو حملة السندات. وأفضل مثال على هذا النوع من القرارات توزيع أرباح الأسهم على المساهمين، إذ يحصل حملة الأسهم كافة على نصيبهم من الأرباح بصورة تلقائية.
٢. **قرار إلزامي مع خيارات:** قرار يحمل معه خياراً تلقائياً يُنفذ في حال عدم تدخل حملة الأسهم، غير أنه يمنح حملة الأسهم الحق في اللجوء إلى خيار بديل خلال فترة زمنية مفتوحة حتى تاريخ تنفيذ الخيار التلقائي. ومن الأمثلة على هذا النوع من القرارات: حق الأولوية، الذي سنتناوله بالتفصيل لاحقاً.
٣. **قرار طوعي:** قرار يتطلب تصويت حملة الأسهم. ومن الأمثلة على ذلك القرارات المتعلقة بعروض التملك أو الاستحواذ. فإذا تقدمت شركة أخرى بعرض للاستحواذ على الشركة، يجب على كل فرد من حملة الأسهم التصويت لقبول العرض أو رفضه.

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

#### ٣-١ نسب الأوراق المالية

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

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

وهكذا فقد تُعلن إحدى الشركات مثلاً عن توزيع الأرباح على شكل أسهم مجانية تمنح بموجبها أسهماً جديدة للمستثمرين الحاليين بالتناسب مع الأسهم التي يمتلكونها في الأصل. يمكن التعبير عن شروط هذا الإصدار بالصيغة ١:٤، ما يعني أن المستثمر سيحصل على سهم جديد واحد لقاء كل أربعة أسهم يمتلكها في الأصل، والذي يُعدّ الطريقة المعيارية المُتبعة

في الأسواق الأوروبية والآسيوية، ويمكن تذكرها ببساطة عن طريق التعبير عنها دوماً على النحو الآتي: "يحصل المستثمر على عدد "س" من الأسهم الجديدة لكل عدد "ع" من الأسهم بحوزته".

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

## ٢-٣ أنواع قرارات مجلس الإدارة

### الأهداف التعليمية

- ٦-١-٣ فهم المصطلحات الآتية: إصدارات الأسهم مجانية/توزيع الأسهم المجانية/رسملة الأرباح؛ حقوق الأولوية/العروض المفتوحة؛ تجزئة الأسهم/ تجميع الأسهم؛ توزيعات أرباح الأسهم؛ عمليات إعادة الشراء
- ٧-١-٣ القدرة على حساب: السعر النظري للسهم بعد إصدار حقوق الأولوية والسعر النظري للسهم بعد إصدار الأسهم المجانية

## ١-٢-٣ حقوق الأولوية

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

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

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

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

### مثال

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

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

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

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

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

ويُعرف سعر السهم المعدل البالغ ٣,٦٠ جنيه إسترليني بالسعر النظري للسهم بعد إصدار حقوق الأولوية - والسبب في ذلك نظرياً يرجع إلى أن السعر الفعلي للسهم يتحدد على أساس العرض والطلب.

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

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

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

### ٣-٢-٢ العروض المفتوحة

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

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

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

### ٣-٢-٣ إصدار الأسهم المجانية (Bonus Issues)

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

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

#### مثال

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

وبهذا، يرتفع عدد الأسهم التي يملكها المستثمر صاحب السهم الواحد حالياً من سهم واحد بقيمة ١٢ دولاراً إلى سهمين لهما القيمة الإجمالية ذاتها. فمع تضاعف عدد الأسهم المُصدّرة، ينخفض السعر النظري للسهم بعد إصدار الأسهم المجانية (على غرار السعر النظري للسهم بعد إصدار حقوق الأولوية) السهم إلى النصف أي ٦ دولار في هذه الحالة.

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

### ٣-٢-٤ تجزئة الأسهم (Stock Splits) وتجميع الأسهم (Reverse Stock Splits)

يتضمن تجزئة الأسهم تقسيماً فرعياً أو تقسيم كل سهم إلى عدد من الأسهم. فإذا كان لدى شركةٍ أسهمٍ قيمتها الاسمية ٥ دولار للسهم الواحد وتباع في السوق بسعر ١٠ دولار، فإنها تستطيع تجزئة كل سهمٍ إلى خمسة أسهمٍ بحيث تصبح القيمة الاسمية لكل سهم دولار واحد. ونظرياً، يجب أن يبلغ سعر السهم الجديد في السوق دولارين (١٠ دولار مقسومة على ٥).

أحد الدوافع الرئيسية للقيام بذلك هو تقليل سعر الوحدة لكل سهم لجعلها أكثر قابلية للتسويق. يتم ذلك عادة في الحالات التي يرتفع فيها سعر السهم بشكل كبير، وبالتالي يصبح المستثمرون غير قادرين على تحمل تكلفته.

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

### ٣-٢-٥ توزيعات أرباح الأسهم

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

يوزع كثير من الشركات الكبرى أرباح الأسهم مرتين سنوياً، حيث يعلن أعضاء مجلس الإدارة عن أول دفعة وتوزع في منتصف العام تقريباً، ويشار إليها بصفةٍ عامة باسم "أرباح الأسهم النصفية". بعدها، يتم الإعلان عن توزيع أرباح الأسهم للمرة الثانية بعد الحصول على موافقة حملة الأسهم أثناء الجمعية العمومية السنوية للشركة، التي تعقد في نهاية العام المالي للشركة، ويشار إليها باسم توزيعات أرباح الأسهم النهائية للعام. هذا وقد أصبح كثير من الشركات الكبرى تدفع توزيعات أرباح الأسهم في فترات متقاربة أكثر من ذلك، أي على أساس ربع سنوي، وبذلك تُعدّ الدفعات الثلاث الأولى بمثابة توزيعات أرباح الأسهم المرحلية، وتتبعها دفعة أرباح أخيرة نهائية.

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

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

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

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

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

### مثال

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

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

يُعرف يوم الجمعة ٢ أكتوبر عادةً بأسماء مُتعدّدة:

- تاريخ القيد
- تاريخ التسجيل
- تاريخ إغلاق سجل الأسهم

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

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

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

### ٣-٢-٦ عمليات الاستحواذ والاندماج (Takeovers & Mergers)

يمكن أن تنمو الشركات التي تسعى إلى التوسع بصورة تدريجية وطبيعية أو بواسطة شراء شركات أخرى. ففي عملية الاستحواذ، التي يمكن أن تكون ودية أو عدائية، تسعى شركة (”الشركة المُفتَرَسَة“) كما يُشار إليها اصطلاحاً باللغة الإنجليزية) إلى شراء شركة أخرى (يُشار إليها بالشركة الهدف).

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

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

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

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

المصدر: معهد الاندماج والاستحواذ والتحالفات

### ٣-٣ جمعيات الشركات

#### الهدف التعليمي

٣-١-٨ معرفة الهدف من انعقاد جمعيات الشركات العمومية وصيغتها

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

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

## حقوق الملكية/الأسهم

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

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

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

## ٤ - الأسواق الأولية والثانوية

### الهدف التعليمي

٣-١-٩ معرفة وظيفة البورصة: الأسواق الأولية/الثانوية؛ الإدراج

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

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

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

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

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

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

## ٤-١ مزايا وعيوب الإدراج

تشمل المزايا والعيوب التي يجب مراعاتها بعناية ما يلي:

## المزايا

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

## العيوب

- **التنظيم** - على الشركات المدرجة أن تحكم نفسها بطريقة أكثر انفتاحاً من الشركات الخاصة وأن تقدم معلومات مفصلة عن وضعها المالي والتقدم المحرز في الأوقات المناسبة.
- **الاستحواذ** - تتعرض الشركات المدرجة نفسها لإمكانية مخاطر الاستحواذ.
- **الاتجاه إلى الاستثمارات القصيرة الأجل** - يميل المساهمون في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى ممارسة الضغط على الشركة للوصول إلى أهداف قصيرة الأجل، بدلاً من التحلي بالصبر والبحث عن الاستثمار والنمو على المدى الطويل.
- **التكلفة** - بالإضافة إلى تكاليف الإدراج بما في ذلك مشورة الشركات، الرسوم القانونية والمالية ورسوم الإدراج، يجب على الشركات أيضاً الإيفاء بالمصروفات المستمرة المتعلقة بالإدراج ومتطلبات الإفصاح

## ٥ - إيصالات الإيداع

### الهدف التعليمي

١-٣-١٠ فهم خصائص إيصالات الإيداع: إيصال الإيداع الأمريكي؛ إيصال الإيداع العالمي؛ دفعات توزيعات أرباح الأسهم؛ كيفية إصدارها/ التداول ما قبل الإصدار؛ حقوق الاكتتاب

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

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

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

## حقوق الملكية/الأسهم

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

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

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

وعلى سبيل المثال، تتداول عدد إيصالات الإيداع العالمية الصادرة من ٣٠ دولة في فرع من سوق لندن للأوراق المالية (يُدعى "سجل الأوامر الدولية")، ويتم تسويتها بالدولار الأمريكي إما عن طريق شركة يوروكليير (Euroclear) أو بنك الإيداع التابع لشركة صندوق الإيداع والمقاصة الأمريكية (Depository Trust & Clearing Corporation).

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

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

## ٦ - أسواق الأسهم العالمية

### الهدف التعليمي

١٢-١-٣ معرفة كيفية تداول الأسهم: التداول المباشر في البورصة/التداول خارج الأسواق الرسمية؛ منصات التداول مُتعدِّدة الأطراف؛ منصات التداول المحكومة بالعرض والطلب (order-driven)/منصات التداول المحكومة بالتسعير (quote-driven)

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

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

بدأت معظم أسواق الأوراق المالية بمزاولة عملها في مكانٍ ماديٍّ ملموس فيه قاعة أو منصَّة للتداول، حيث يقوم التجار بالتداول وجهاً لوجه في سوق مزاد علنيٍّ. غير أن معظم البورصات قد تحولت اليوم إلى بورصات إلكترونية، سواء كلياً أو جزئياً، كما هي الحال في سوق نيويورك للأوراق المالية (الوحيدة بين بورصات الأسهم الرئيسية التي ما تزال تحتوي على قاعة تداول فعلية). ويجري التداول في البورصة اليوم عن طريق منصات تداول تُصنَّف في فئتين أساسيتين: **السوق المحكومة بالعرض والطلب أو السوق المحكومة بالتسعير.**

- تعتمد منصات التداول المحكومة بالتسعير على صانعي السوق لتحديد السعر الثنائي/المزدوج أو أسعار البيع والشراء بصورة متواصلة أثناء ساعات التداول في أوراق مالية معينة، بغض النظر عن الظروف السائدة في السوق. ويُحقَّق صنَّاع السوق الربح أو العائد عن طريق هذا الفارق بين سعر البيع وسعر الشراء (هامش الربح).
- يفضِّل كثير من العاملين في الأسواق المالية هذه الأنظمة على استخدام الأنظمة الإلكترونية التي يحركها العرض والطلب، لأنهم يرون أنها توفِّر سيولة للسوق ما كانت لتتوافر لها لولا ذلك.
- تُعدُّ بورصة ناسداك (NASDAQ) مثالاً على منصات التداول التي يحركها التسعير.

### الأسواق المحكومة بالتسعير (quote-driven markets)

### الأسواق المحكومة بالعرض والطلب (order-driven markets)

- السوق المحكومة بالعرض والطلب سوقٌ تستخدم إما سجل أوامر إلكترونيًا- مثل نظام خدمة التداول الإلكتروني في بورصة لندن (SETS) (عملية مزاد علني) كما في منصة التداول في بورصة نيويورك، وذلك للمطابقة بين البائعين والمشتريين.
- في كلتا الحالتين، تحصل المطابقة بين البائعين والمشتريين وفق ترتيبٍ زمنيٍّ صارم بحسب السعر وكمية الأسهم المتداولة، من دون الحاجة إلى صنّاع السوق.

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

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

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



المصدر: مجموعة لندن للأوراق المالية

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

| الأوراق المالية لشركة ABC |                |                          |                |
|---------------------------|----------------|--------------------------|----------------|
| قائمة البيع               |                | قائمة الشراء             |                |
| أدنى سعر يتم البيع عنده   |                | أعلى سعر يتم الشراء عنده |                |
| 1,25                      | 3,500 سهم      | 1,24                     | 7,000 سهم      |
| 1,26                      | 1,984 سهم (2)  | 1,23                     | 5,150 سهم      |
| 1,26                      | 75,397 سهم (2) | 1,22                     | 19,250 سهم (1) |
| 1,27                      | 17,300 سهم     | 1,22                     | 44,000 سهم (1) |

## حقوق الملكية/الأسهم

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

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

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



## ٧- مؤشرات أسواق الأسهم

### الهدف التعليمي

١١-١-٣ معرفة فئات المؤشرات الرئيسية لأسواق الأسهم العالمية واستخداماتها

تعتمد الأسواق في جميع أنحاء العالم على مؤشراً واحداً أو أكثر لأسعار أسهم الشركات المدرجة في الدولة. وتوفر هذه المؤشرات لمحة عن كيفية تقدم أسعار الأسهم عبر المجموعة الكاملة من الشركات المكونة للمؤشر. كما أنها توفر معياراً للمستثمرين، مما يسمح لهم بتقييم ما إذا كانت محافظ الأسهم الخاصة بهم تتفوق في أدائها على السوق بشكل عام أم أنها ضعيفة الأداء.

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

وتُستخدم معظم مؤشرات أسواق الأسهم للأغراض الأربعة الآتية:

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

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

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

## حقوق الملكية/الأسهم

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

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

| المنطقة             | الدولة  | اسم المؤشر  | نوع المؤشر     |
|---------------------|---|---|----------------|
| أمريكا              | الولايات المتحدة  | مؤشر داو جونز (DJIA) - يقدم مؤشر داو جونز الصناعي مقياساً محدوداً لسوق الأسهم في الولايات المتحدة   | المرجحة بالسعر |
|                     |   | مؤشر ناسداك المركب (NASDAQ) - يركّز هذا المؤشر على الأسهم المتداولة في بورصة ناسداك، بما يشمل العديد من شركات التكنولوجيا                               | القيمة السوقية |
|                     |   | مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ (إس آند بي S&P ٥٠٠) - يوفر المؤشر مقياساً شامل لسوق الأسهم في الولايات المتحدة  | القيمة السوقية |
| أوروبا              | المملكة المتحدة   | مؤشر فوتسي ١٠٠ (FTSE ١٠٠) - وهو مؤشر لأكثر من ١٠٠ شركة  | القيمة السوقية |
|                     | فرنسا   | مؤشر كاك ٤٠ (CAC ٤٠) - يشكل هذا المؤشر مقياساً لأداء أسهم أكبر ٤٠ شركة مدرجة تعتبر من أكثر الشركات تداولاً في بورصة يورونكست باريس.                     | القيمة السوقية |
|                     | ألمانيا   | مؤشر داكس (Xetra DAX) - يقيس أداء أكبر ٣٠ شركة ألمانية تتداول في بورصة فرانكفورت للأوراق المالية حتى ٢٠٢١. ويشمل المؤشر حالياً ٤٠ شركة.                 | القيمة السوقية |
| آسيا والمحيط الهادئ | الصين   | مؤشر بورصة شنغهاي شنزن المركب (SSE) - يعكس الأداء الشامل للشركات المدرجة في بورصة شنغهاي وتشمل الأسهم المدرجة في بورصة ناسداك الصيني لشركات التكنولوجيا | القيمة السوقية |
|                     | هونغ كونغ   | مؤشر بورصة شنغهاي شنزن ٣٠٠ (CSI ٣٠٠) - يعكس أداء أكبر ٣٠٠ سهم من الأسهم A المدرجة في بورصتي شنغهاي شنزن.  | القيمة السوقية |
|                     |   | مؤشر هانغ سنغ (Hang Seng) - يمثل مقياساً لأكثر الشركات التي تتداول في بورصة هونغ كونغ، ويغطي ما يقرب من ٦٥٪ من إجمالي رأس مالها السوقي.                 | القيمة السوقية |
| اليابان             | مؤشر نيكاي ٢٢٥ (Nikkei ٢٢٥) - يشمل أفضل ٢٢٥ شركة يابانية مدرجة في القسم الأول من بورصة طوكيو للأوراق المالية. | المرجحة بالسعر  |                |

## ٨- أنظمة التسوية

### الأهداف التعليمية

١٣-١-٣ معرفة طرق امتلاك الأسهم والمصطلحات ذات الصلة: الأسهم الاسمية والأسهم لحاملها؛ تجميد الأسهم واستخدام القيود الرقمية

١٤-١-٣ فهم دور الطرف النظير المركزي في عمليات المقاصة والتسوية

١٥-١-٣ فهم آليات التسوية: المشاركون؛ العملية؛ دورات التسوية

### ١-٨ طرق امتلاك الأسهم

تصدر الأسهم إما على هيئة أسهم اسمية أو أسهم لحاملها.

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

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

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

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

### ٢-٨ المقاصة والأطراف النظيرة المركزية

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

## حقوق الملكية/الأسهم

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

على وجه التحديد، تجري عملية المقاصة وفق الخطوات الآتية:

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

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

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

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

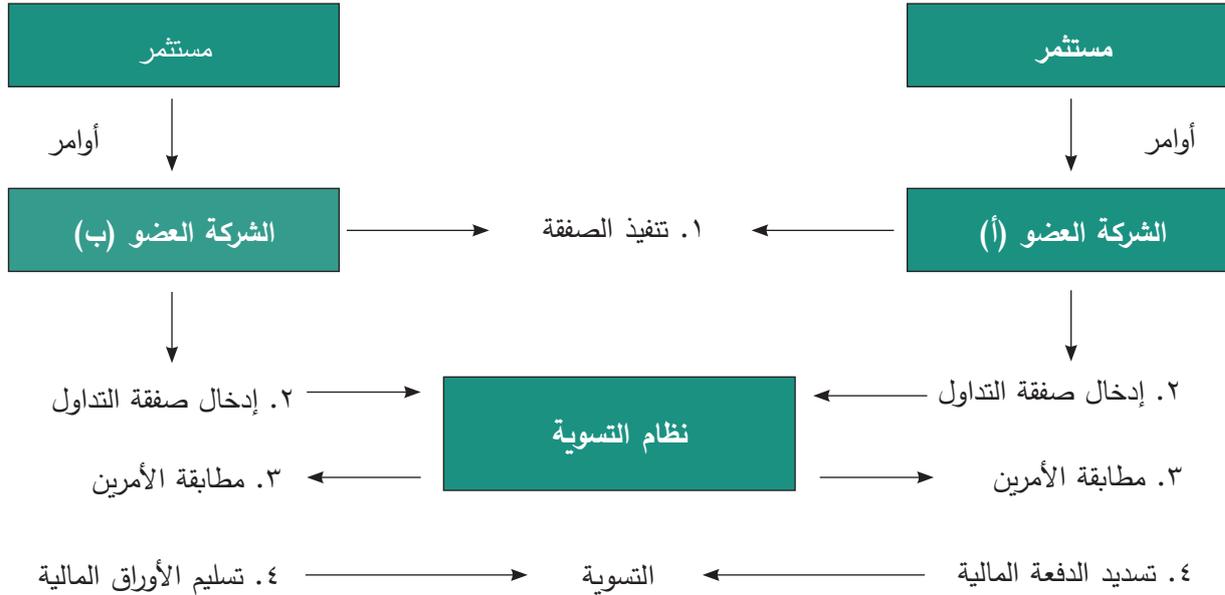
لقد أصبحت خدمات الطرف النظير المركزي متوافرةً اليوم في سلسلة من الأسواق بهدف تخفيف التعرض لهذه المخاطر. فعلى سبيل المثال، توفّر مجموعة إل سي إتش كليرنت للمقاصة (LCH.Clearnet) خدمات الطرف النظير المركزي في المملكة المتحدة، فيما توفّر بورصة يورونكست (Euronext) الخدمات نفسها للأسواق الأوروبية التي تتداول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

## ٣-٨ التسوية

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

تُستخدَم الأنظمة الإلكترونية لتحقيق ذلك عن طريق عملية تُعرَف باسم "نقل الملكية في القيود الدفترية"، وتنطوي على تغيير الملكية في السجلات الإلكترونية عوضاً عن إصدار شهادات أسهم جديدة.

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



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

تحصل عملية التسوية متى تمَّت المطابقة بين أوامر التداول وبحلول تاريخ التسوية المحدد، بشرط أن يملك البائع السهم ويملك المشتري النقود لدفع ثمنه. ويُعدَّ تاريخ التسوية جزءاً من دورة تسوية تأخذ شكلاً موحداً لكل سوق. ففي أسواق الأسهم الأوروبية مثلاً، تُسوى عمليَّات التداول خلال يومي عمل من تاريخ تنفيذ الصفقة (T+2)؛ فإذا نُقِذت الصفقة يوم الاثنين مثلاً، تجري تسويتها بحلول يوم الأربعاء.

## أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحة الأجوبة بالعودة إلى الفقرة ذات الصلة:

١. ما خصائص الأسهم الممتازة المُجمَّعة للأرباح؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-١
٢. ما المصطلح الذي يُستخدم لوصف قيام أحد حملة الأسهم بتعيين شخص آخر للتصويت نيابةً عنه في جمعية الشركة؟  
مرجع الإجابة: الفقرتان ١-٤-٥ و ٢-٣
٣. ما الخيارات المتاحة لأحد المستثمرين في شركة عند إصدارها حقوق الأولوية؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٢-٣
٤. ماذا تسمي قرار مجلس الإدارة الذي يحصل بموجبه المستثمر على أسهم إضافية من دون تسديد أي دفعة مالية؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٢-٣ و ٤-٢-٣
٥. ما السمة الرئيسية لنظام التداول المحكوم بالعرض والطلب؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٦
٦. ما وظيفة مؤشر سوق الأوراق المالية؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٧
٧. بأي سوق يرتبط مؤشر كاك ٤٠ (CAC40)؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٧
٨. ما المقصود بالتسليم مُقابل الدفع (DvP)؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٨



## الفصل الرابع

# السندات

|     |                                      |
|-----|--------------------------------------|
| ٨٥  | ١ . مقدمة                            |
| ٨٥  | ٢ . خصائص السندات                    |
| ٩١  | ٣ . السندات الحكومية                 |
| ٩٥  | ٤ . السندات التجارية                 |
| ١٠٠ | ٥ . الأوراق المالية المضمونة بالأصول |
| ١٠٣ | ٦ . السندات الدولية                  |
| ١٠٤ | ٧ . عوائد السندات                    |

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



## ١ - مُقَدِّمَة

على الرغم من أن السندات لا تجذبُ اهتمام وسائل الإعلام كما هي الحال مع الأسهم، غير أنّ سوق السندات هو الأضخم بين الاثنين من حيث قيمة الاستثمارات العالمية. وكما جاء في الفصل الأول من هذا الكتاب، فإن مجموع قيمة السندات التي لم يحن موعد استحقاقها بعد على مستوى العالم يتجاوز ١٢٨ تريليون دولار أمريكي، بالمقارنة مع القيمة السوقية لسوق الأسهم التي تقارب ١٠٠ تريليون دولار فقط. والجدير ذكره أنّ الفارق بينهما يتقلص تدريجياً، ويرجع ذلك في المقام الأول إلى الإصدارات الكبيرة من السندات الحكومية منذ الأزمة المالية العالمية.

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

## ٢ - خصائص السندات

### ١-٢ تعريف السند

#### الهدف التعليمي

٤-١-١ فهم خصائص السندات والمصطلحات المرتبطة بها: الفائدة؛ تاريخ الاستحقاق أو الاسترداد؛ القيمة الاسمية؛ العوائد

السند ببساطة عبارة عن قرض.

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



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

وتتميز السندات عن معظم أنواع الديون الأخرى بأنها أدوات مالية قابلة للتداول وتوجد لها سوقٌ ثانوية، بمعنى أنه يمكن للمستثمرين شراء السندات وبيعها من دون الرجوع إلى الجهة التي أصدرت السند أصلاً.

وبالرغم من وجود مجموعةٍ متنوعة من الأوراق المالية المصدرة بسعر فائدة ثابت، إلا أنها تتشارك كلها بخصائص مشتركة يُمكن الاطّلاع عليها في المثال الآتي عن أحد السندات الحكومية الأمريكية - ١,٨٧٥٪ سندات خزانة في عام ٢٠٤١.

| القيمة الاسمية <sup>١</sup> | نوع السند <sup>٢</sup> | سعر الفائدة (القسيمة) <sup>٣</sup> | تاريخ الاسترداد <sup>٤</sup> | السعر <sup>٥</sup>     | القيمة <sup>٦</sup>    |
|-----------------------------|------------------------|------------------------------------|------------------------------|------------------------|------------------------|
| ١٠,٠٠٠ دولار أمريكي         | سند خزانة              | ١,٨٧٥٪                             | ٢٠٤١                         | ٩٦,١٨ دولاراً أمريكياً | ٩,٦١٨ دولاراً أمريكياً |

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

وفي ما يأتي شرحٌ للمصطلحات المُستخدمة في الجدول:

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

٦. القيمة: تُحسب قيمة السند بضرب القيمة الاسمية للسهم بالسعر الحالي (تحديد السعر لكل ١٠٠ دولار أمريكي من القيمة الاسمية للسند)، وبالتالي فإن قيمة الحيازة في السوق تبلغ ٩,٦١٨ دولاراً أمريكياً - أي القيمة الاسمية لمبلغ ١٠,٠٠٠ دولار مضموناً في السعر الذي يساوي ٩٦,١٨ دولاراً.

## ٢-٢ مزايا الاستثمار في السندات وعيوبه والمخاطر المرتبطة به

### الهدف التعليمي

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

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

### ١-٢-٢ المزايا

من أهم مزايا الاستثمار في السندات:

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

### ٢-٢-٢ العيوب

تتمثّل العيوب الرئيسية للاستثمار في السندات في ما يأتي:

- تتأثّر القيمة الحقيقية لتدفقات الدخل سلباً بالتضخم (إلا في حالة السندات المرتبطة بالمؤشرات انظر الفقرة ٣-١ أدناه)
- هناك مخاطر متعلّقة بالاستثمار في السندات (راجع الفقرة 2-2-3).

### ٣-٢-٢ المخاطر

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

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

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

لكن الاضطراب الذي وقع مؤخراً في أسواق السندات الحكومية عقب الأزمة المالية الأخيرة نجم عن مخاوف من احتمال تعرُّر بعض الحكومات الأوروبية وتخلُّفها عن الوفاء بالتزاماتها سواء بسداد قيمة أصل السندات التي أصدرتها أو عوائدها. ونتيجةً لذلك، انخفضت أسعار سندات هذه الدول بشكل ملحوظ. وما بداية الارتفاع الحاصل في أسعار الفائدة عموماً في الآونة الأخيرة سوى مؤشر على نهاية حقبة تفوق السندات في الأداء التي استمرت منذ تسعينيات القرن الماضي. وبذلك أصبحت مخاطر تغير أسعار الفائدة اليوم محطَّ اهتمام المستثمرين في ظلَّ الحاجة إلى تعديل أسعار السندات لتتكيف مع بيئة جديدة تشهد ارتفاعاً مستمراً في أسعار الفائدة.

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

في ما يلي مثالان لتوضيح ذلك:

#### مثال

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

ماذا سيحصل لقيمة السند في هذه الحالة؟

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

#### مثال

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

ماذا سيحصل لقيمة السند في هذه الحالة؟

**الإجابة:** سوف ترتفع قيمة السند ارتفاعاً كبيراً لأنَّ سعر الفائدة البالغ ٥٪ يُعدُّ جذاباً كثيراً للمستثمرين. يؤدي ذلك إلى ارتفاع سعر السند عند إعادة بيعه للتعويض وخفض العائد المرتبط بالسند إلى مستويات أكثر واقعيةً.

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

- إذا ارتفعت أسعار الفائدة في السوق، تنخفض أسعار السندات.
  - إذا انخفضت أسعار الفائدة في السوق، ترتفع أسعار السندات.
- طالما بقي معدل الفائدة الذي تسدّه الحكومة على السند قريباً من سعر الفائدة في السوق، تبقى مخاطر حدوث تفاوت كبير بين قيمة السعر عند بيعه وسعر الشراء محدودة، أي أنّ السندات لا تتعرض لمخاطر تقلب السعر أو مخاطر السوق إلا في حال وجود تفاوت ملحوظ بين سعر الفائدة على السند وأسعار الفائدة السائدة في السوق.

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

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

## ٣-٢ وكالات التصنيف الائتماني

### الهدف التعليمي

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

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

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

- ستاندرد آند بورز (S&P)
  - موديز (Moody's)
  - وكالة فيتش (Fitch).
- ويوضّح الجدول الآتي التصنيفات الائتمانية التي تنشرها هذه الوكالات الثلاث.

| التصنيفات الائتمانية للسندات                          |       |                  |            |                    |
|---|-------|------------------|------------|--------------------|
| مخاطر الائتمان  | موديز | ستاندرد آند بورز | وكالة فيتش |                    |
| <b>الدرجة الاستثمارية</b>                             |       |                  |            |                    |
| الممتازة  | Aaa   | AAA              | AAA        |                    |
| ذات الجودة العالية                                    | Aa    | AA               | AA         | قوية جداً          |
| الدرجة فوق المتوسطة                                   | A     | A                | A          | قوية               |
| <b>الدرجة المتوسطة</b>                                |       |                  |            |                    |
|   | Baa   | BBB              | BBB        |                    |
| <b>الدرجة غير الاستثمارية</b>                         |       |                  |            |                    |
| الدرجة دون المتوسطة                                   | Ba    | BB               | BB         | مخاطرة نسبية       |
| الدرجة المنخفضة                                       | B     | B                | B          | مخاطرة عالية       |
| الردئية   | Caa   | CCC              | CCC        | قد تتخلف عن السداد |
| <b>الأعلى مخاطرة</b>                                  |       |                  |            |                    |
| لم تُسَدَّد أي فائدة ولم تعلن الإفلاس بعد             |       |                  |            |                    |
| مُتَعَيِّرَةٌ مَالِيًّا (مُتَخَلِّفَةٌ عَنِ الدَّفْع) |       |                  |            |                    |

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

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

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

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

## ٣- السندات الحكومية

## الهدف التعليمي

٤-٢-١ معرفة السندات الحكومية وخصائصها: الأنواع؛ الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، والصين، وفرنسا وألمانيا واليابان

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

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

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

## ٣-١ الولايات المتحدة

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

- **أدون الخزنة (Treasury Bills):** يُشار إليها بالإنجليزية أيضاً بمصطلح T-bills، وهي أداة من أدوات سوق النقد تُستخدم لتمويل احتياجات الحكومة للاقتراض على المدى القصير. وتتمتع هذه الأدون بأجال استحقاق تقلّ عن سنة واحدة وتكون عادة ٢٨ يوماً أو ٩١ يوماً أو ١٨٢ يوماً أو ٣٦٥ يوماً. ولهذه الأدوات المالية أسعار فائدة صفرية، ولذلك لا تُدفع عليها أي فائدة. و عوضاً عن ذلك، فإنها تُصدّر بخصم على قيمتها الاسمية. وبمجرد صدورهما، فإنها تُتداول في الأسواق الثانوية وتُسعر على أساس نسبة العائد حتى الاستحقاق.
- **سندات الخزنة المتوسطة الأجل (Treasury Notes):** وهي سندات حكومية تقليدية ذات سعر فائدة (قسيمة) ثابتة وتاريخ استحقاق محدد. وتتراوح آجال استحقاقها بين عام واحد وعشرة أعوام منذ تاريخ إصدارها. وعادةً ما تصدر بأجل استحقاق يمتد إلى عامين أو خمسة أعوام أو عشرة أعوام.
- **سندات الخزنة الطويلة الأجل (Treasury Bonds):** سندات حكومية تقليدية أيضاً، لكنّ أجل استحقاقها يزيد على عشرة أعوام منذ تاريخ إصدارها، ويصدر معظمها بأجال استحقاق تتراوح بين ٢٠ و ٣٠ عاماً.
- **سندات الخزنة المحميّة من التضخّم:** سندات مرتبطة بمؤشر ويشار إليها اختصاراً بـ (TIPS). وتُعدّل القيمة الأساسية للسند بانتظام استناداً إلى التحركات في مؤشر أسعار المستهلك (CPI) من أجل مراعاة تأثير التضخّم. وتُسدّد دفعات الفائدة على السند كل سنّة أشهر. وبخلاف السندات البريطانية المماثلة لهذا الإصدار، يبقى سعر فائدة السند (القسيمة) ثابتاً لكنه يُحتسب على أساس القيمة الأصلية المتغيرة للورقة المالية.

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

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

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

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

### ٢-٣ المملكة المتحدة

تُعرف السندات الحكومية في المملكة المتحدة باسم السندات المضمونة أو المذهبة "Gilts". فيما مضى، حين كانت السندات تصدر على شكل شهادات ورقية، كانت لشهادات هذه السندات حواف مذهبة؛ ومن هنا فإنها تُعرف بالسندات "المذهبة" أو "السندات ذات الحواف الذهبية". وتصدر السندات البريطانية باسم الحكومة عن طريق مكتب إدارة الديون (Debt Management Office).

والسندات الحكومية التقليدية أدوات مالية بسعر فائدة ثابت وتاريخ استحقاق وحيد، كما في المثال الآتي: سند خزانة مضمون بنسبة ١,٢٩٪، يستحق في العام ٢٠٢٩. ويمثل هذا النوع من السندات غالبية السندات الصادرة عن الحكومة البريطانية.

أما النوع الرئيسي الآخر للسندات البريطانية فهي السندات المرتبطة بالمؤشرات. وهي سندات يرتفع فيها كلاً من سعر الفائدة ودفعة الاستحقاق تماشيًا مع التقلبات في مؤشر أسعار التجزئة (RPI). وهذا النوع من السندات يشبه سندات الخزنة الأمريكية المحمية من التضخم.

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

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

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

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

## ٣-٣ ألمانيا

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

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

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

## ٣-٤ الصين

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

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

## ٣-٥ اليابان

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

تُصنّف السندات الحكومية اليابانية في سبّ فئات:

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

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

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

- السندات بسعر فائدة ثابت: ٢، ٥، ١٠، ٢٠، ٣٠، ٤٠ سنة
- السندات المرتبطة بمؤشرات التضخم: ١٠ سنوات
- السندات بسعر الفائدة العائم (المتغير): ١٥ سنة
- السندات الحكومية الصادرة للمستثمرين الأفراد: 3، 5، 10 سنوات.

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

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

### ٦-٣ إصدارات السوق الأولية

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

#### مثال

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

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

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

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

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

(المصدر: مكتب إدارة الديون في المملكة المتحدة)

أما الجهات المُصدرة للسندات الحكومية الواردة أعلاه فهي:

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

## ٤- السندات التجارية

### الهدف التعليمي

٤-٣-١ معرفة فئات السندات الآتية وخصائصها: السندات المحلية؛ السندات الأجنبية؛ السندات الخارجية (سندات اليوروبوند)؛ الأوراق المالية المضمونة بالأصول وتشمل السندات المغطاة؛ السندات الصفرية (بدون فائدة)، والسندات القابلة للتحويل والسندات الممتازة؛ وسندات متوسطة الأجل ذات معدل فائدة متغير والسندات متوسطة الأجل.

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

يُستخدم هذا المصطلح للحديث عن أدوات الدين الطويلة الأجل التي يزيد أجل استحقاقها على ١٢ شهراً. أما مصطلح الأوراق التجارية، فيُستخدم لوصف الأدوات ذات آجال الاستحقاق الأقصر (راجع الفصل الخامس، الفقرة ٢). وتجدر الإشارة إلى أن الشركات ذات التصنيفات الائتمانية المرتفعة وحدها فقط تستطيع إصدار سندات بأجال استحقاق تتجاوز ١٠ سنوات بتكلفة معقولة.

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

## ٤-١ خصائص السندات التجارية

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

- الضمان
- وشروط الاسترداد.

### ٤-١-١ ضمان السند

حين تسعى شركة ما إلى الحصول على المال بواسطة إصدار السندات، ينبغي عليها توفير نوع من "الضمان" للمستثمر بحيث يضمن استرداد ثمن السند. ويشير مصطلح "ضمان" هنا إلى حق الحجز على أصول الجهة المُصدرة للسند (مثل ممتلكات الشركة أو أوراقها المالية). فإذا تخلفت الشركة عن السداد، يحقّ لحملة السندات المُطالبة بحقوقهم من أصول الشركة قبل الدائنين الآخرين (وبالتالي يمكن القول إن استثماراتهم أكثر أماناً في ظل وجود الضمان). وقد يأخذ الضمان في

بعض الحالات هيئة ضماناتٍ من طرف ثالث؛ فقد يتعهدُ أحد المصارف بسداد حقوق حملة السندات في حال تخلف الجهة المُصدرة عن السداد على سبيل المثال.

وكما ارتفع الضمان على السند، انخفضت تكلفة الاقتراض.

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

#### ٤-١-٢ شروط الاستحقاق أو الاسترداد

قد يتضمّن السند التجاري في بعض الحالات شرط استرداد، بحيث يمنحُ الجهة المُصدرة للسند خيار إعادة شراء الإصدار كله أو جزء منه قبل موعد استحقاقه. ويُشار إلى هذه السندات بمصطلح السندات القابلة للاستدعاء.

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

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

كما قد تتضمّن بعض السندات شروطاً متعلّقة بالبيع، وتُعرف هذه بمصطلح السندات القابلة للإرجاع؛ حيث تمنح حاملها الحقّ في مطالبة الجهة المُصدرة للسند بالاسترداد المُبكر، إما في موعد مُحدّد أو في المدة الواقعة بين تاريخين محدّدين. فيزيد ذلك من جاذبيّة السند للمستثمرين، كما يمكن أن يزيد من فرص بيع إصدار السند في المقام الأول. غير أنّ ذلك يؤدي إلى زيادة المخاطر التي تتحملها الجهة المُصدرة التي قد تضطر إلى سداد القرض في أوقاتٍ غير ملائمة لها.

#### ٤-٢ فئات السندات التجارية

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

#### ٤-٢-١ السندات المتوسّطة الأجل (MTNs)

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

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

مثال

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

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

٤-٢-٢ السندات بسعر الفائدة الثابت

تطرقنا في الفقرة ٢-١ من هذا الفصل إلى الخصائص الرئيسية للسندات بسعر الفائدة الثابت. ولهذه السندات بصورة عامة أسعار فائدة (قسمة) ثابتة تُدفع كل ستة أشهر أو كل سنة، وتُحدّد مواعيد استحقاقها مسبقاً.



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

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

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

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

#### ٤-٢-٤ السندات القابلة للتحويل إلى أسهم

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

- إما استلام أقساط الفائدة ببساطة ومن ثم الحصول على أصل السند عند حلول موعد الاستحقاق.
- أو تحويل السند إلى عددٍ مُحدّد مسبقاً من الأسهم العادية في الشركة المُصدرة في موعدٍ مُحدّد أو عند مجموعةٍ من المواعيد المحدّدة قبل حلول موعد استحقاق السند.

تشهد السندات القابلة للتحويل إقبالاً لدى المستثمرين للأسباب الآتية:

- في حال ازدهار أعمال الشركة، سترتفع أسعار أسهمها، وإذا ارتفعت أسعار أسهم الشركة على نحوٍ كافٍ، فقد يحقّق المستثمر أرباحاً رأسمالية عبر تحويل السندات إلى أسهم.
- في حال لم تحقق الشركة نجاحاً ملحوظاً، يحتفظ المستثمر بالسند وبذلك فإنه يستلم أقساط الفائدة، كما يحتفظ بأفضلية تحصيل ديونه قبل حملة الأسهم في حال إفلاس الشركة. وتجدد الإشارة إلى أنه في حال إفلاس الشركة وتعرّتها المالي الشديد، قد لا يتمكّن حامل السند من تحصيل ديونه ما لم يكن السند مضموناً، لكنّ هذا الاحتمال يبقى طبعاً مستبعداً بالمقارنة مع احتمال خسارة حملة الأسهم لاستثماراتهم بالكامل.

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

يرجى ملاحظة أن السندات الهجينة التي تشترك في خصائص كل من الأسهم والسندات تُعرف أيضاً باسم "سندات ممتازة" وقد تقدم للمستثمرين عوائد أعلى من حيازة أسهم أو سندات الشركة.

#### ٤-٢-٥ السندات الممتازة

ويُشار إليها أيضاً بمصطلح "preferreds" باللغة الإنجليزية، تجمع السندات الممتازة بين خصائص الأسهم والسندات، ومن الممكن أن تُوفّر للمستثمر عوائد أعلى مما قد يحصل عليه لو استثمر في سندات الشركة أو أسهمها العادية. وهي في الأساس سندات ذات خصائص شبيهة بالأسهم، وتصدر عموماً عن شركات التأمين والمصارف الكبرى. وتُوصف عادةً بأنها سندات دائمة/بلا تواريخ محدّدة، وتمنح الجهة المصدرة الحق في استدعاء السند في السنوات الخمس إلى العشر الأولى من

## السندات

إصداره. ومن أبرز خصائصها المشتركة مع الأسهم أن المستثمر في السند يتلقّى توزيعات أرباح بدلاً من الفوائد المدفوعة عادةً على أنواع السندات الأخرى. أما بالنسبة لهيكل رأس مال المُصدر، فتُصنّف السندات الممتازة في مرتبة أدنى من الديون المضمونة لكنها أعلى من حقوق الملكية.

### ٤-٢-٦ السندات الصفرية (بدون فائدة)

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

#### مثال

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

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

هل سترغب في شراء هذا السند؟

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

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

نستنتج من هذا المثال أن السندات الصفرية تصدر بخصمٍ على القيمة الاسميّة للسند، وتُسردّ بقيمتها الاسميّة عند الاستحقاق. وهكذا يتمتّل العائد بأكمله في صورة أرباحٍ رأسمالية بدلاً من الدخل المنتظم، ولذلك فإنّ لها معاملَةً خاصة لأغراض ضريبية.

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

### الهدف التعليمي

١-٣-٤ معرفة فئات السندات الآتية وخصائصها: السندات المحلية؛ السندات الأجنبية؛ السندات الخارجية (سندات اليوروبوند)؛ الأوراق المالية المضمونة بالأصول وتشمل السندات المغطاة؛ السندات المصرفية (بدون فائدة)، والسندات القابلة للتحويل، والسندات الممتازة؛ وسندات متوسطة الأجل ذات معدل فائدة متغير والسندات متوسطة الأجل.

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

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

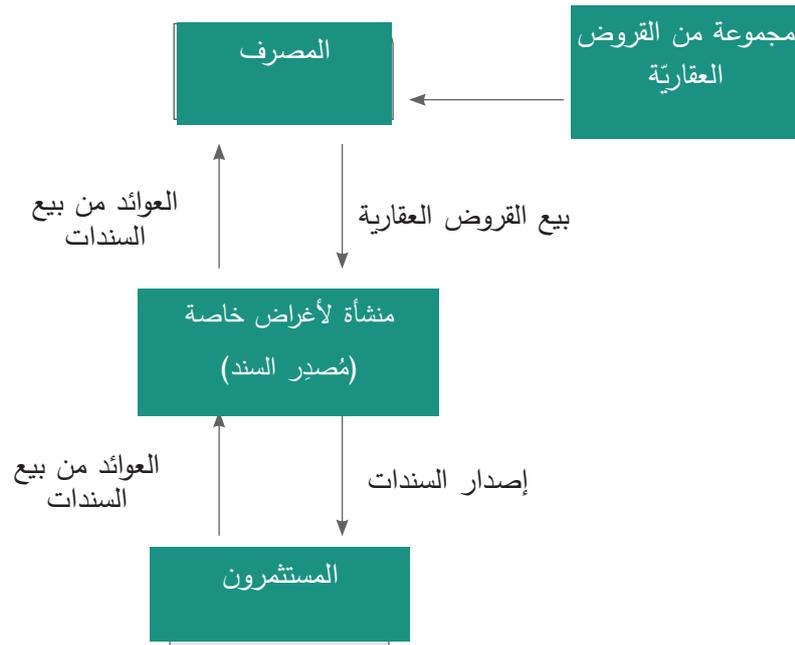
وهذه السندات عبارة عن باقة من الأوراق المالية المُجمَّعة معاً (bundled). وتُعرف بهذا الاسم نظراً لأنها أوراق مالية قابلة للتسويق والتداول تنتج عن جمع باقة من الأصول غير القابلة للتداول في مجموعة واحدة.

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

تتسأ الأوراق المالية المضمونة بالقروض العقارية عن طريق جمع أو وضع عدداً من القروض العقارية في مجموعة واحدة، ثم إصدار سندات مضمونة بهذه المجموعة من الأصول. وتُباع هذه السندات بعد ذلك للمستثمرين الذين يتلقون أقساطاً من الفوائد حتى يحين موعد استحقاق السند.

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

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



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

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

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

- زيادة التمويل الكلي المُتوفّر للمصرف بسبب وصوله إلى أسواق المال عوضاً عن الاعتماد على الودائع التقليدية الموجودة بحوزته فقط.
- شطب الرهون العقارية من قائمة ميزانيته العمومية والتخفيف من المخاطر عبر إلقائها على عاتق مُقرضٍ آخر.
- تحسين مركز السيولة في المصرف، حيث قد يبلغ أجل استحقاق القرض العقاري 25 عاماً ويحلّ إصدار التوريق محلّ التمويل الذي يمكن أن ينتج عن ودائع يمكن سحبها من المصرف بإشعارٍ قصير.

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

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

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

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

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

## ٢-٥ السندات المغطاة (Covered Bonds)

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

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

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

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

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

## ٦- السندات الدوليّة

## الهدف التعليمي

١-٣-٤ معرفة فئات السندات الآتية وخصائصها: السندات المحلية؛ السندات الأجنبية؛ السندات الخارجية (سندات اليوروبوند)؛ الأوراق المالية المضمونة بالأصول وتشمل السندات المغطاة؛ السندات الصفرية (بدون فائدة)، والسندات القابلة للتحويل والسندات الممتازة، وسندات متوسطة الأجل ذات معدل فائدة متغير والسندات متوسطة الأجل.

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

## ١-٦ السندات المحلية والسندات الأجنبية

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

بالمقابل، تصدر السندات الأجنبية عن كيان خارجي أو أجنبي في السوق المحلية لدولة ما، وتكون موقّمة بالعملة المحلية لتلك الدولة. ومن الأمثلة على السندات الأجنبية: إصدار شركة ألمانية سندات موقّمة بالجنيه الإسترليني وبيعها للمستثمرين في المملكة المتّحدة، أو إصدار شركة غير أمريكية سندات بالدولار الأمريكي في الولايات المتّحدة.

## ٢-٦ السندات الخارجية (سندات اليوروبوند Eurobonds)

على الرغم من أن أول إصدار لسندات اليوروبوند كان عام ١٩٦٣، إلا أن سوق السندات الخارجية شهد تطوراً سريعاً وتوسع بشكل كبير في أوائل سبعينيات القرن الماضي حتى يتمكن من استيعاب عمليات إعادة تدوير الإيرادات الضخمة لمنظمة الدول المصدّرة للنفط (الأوبك)، التي كانت تأتي بالدولار الأمريكي من مبيعات النفط في الشرق الأوسط في وقت كانت المؤسسات الماليّة الأمريكيّة خاضعة لسقفٍ محدد على سعر الفائدة الذي يمكن دفعه على الودائع الموقّمة بالدولار. ومنذ ذلك الحين، نمت هذه السوق بسرعة كبيرة لتصبح الأكبر على الإطلاق بين أسواق الاستثمار الطويل الأجل في العالم، وذلك بفضل النمو المقابل في التجارة العالمية بل وحتى النمو الأضخم في تدفّقات رؤوس الأموال الدولية، علماً بأن معظم نشاطات هذه السوق تتركز في مدينة لندن.

وسندات اليوروبوند عبارة عن إصدارات كبيرة من السندات الدولية، تصدرها غالباً الحكومات والشركات متعدّدة الجنسيات بعملة مختلفة عن عملة البلد الذي تصدر فيه.

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

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

وقد نشأ المقطع "يورو" في المصطلح "يوروبوند" ببساطة من الودائع المقومة بالدولار الأمريكي في الأسواق الأوروبية، وقد استُخدم للإشارة إلى استثمارات الشركات الأمريكية في الأسواق الخارجية منذ ذلك الحين. وبالتالي يشير مصطلح إصدار سند يوروبوند بالجنيه الإسترليني [بالإنجليزية: euro sterling bond] إلى السندات المقومة بالجنيه الإسترليني الصادرة خارج المملكة المتحدة، وإن لم يكن ذلك بالضرورة في أحد المراكز المالية الأوروبية. ولا تقدّم السندات الخارجية الصادرة عن الشركات غالباً أيّ ضمان لحملة السندات، لكنّها تكاد دوماً تحظى على تصنيف من وكالات التصنيف الائتماني.

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

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

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

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

## ٧- عوائد السندات

### الهدف التعليمي

٤-٤-٢ التمكن من حساب عائد السند الثابت

يُعدّ العائد مقياساً للإيرادات التي يكسبها المستثمر في السندات.

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

## السندات

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

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

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

### مثال

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

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

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

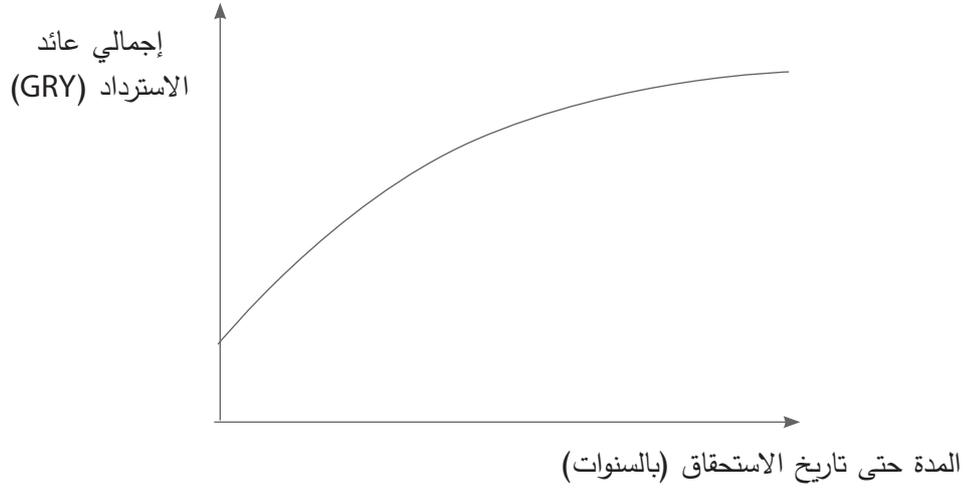
وبالعودة مجدداً إلى المثال السابق عن سند الخزانة الأمريكية، اشترى المستثمر السند مقابل ٩٦,١٨ دولاراً أمريكياً، لكنه لن يستلم سوى ١٠٠ دولار عند الاستحقاق في العام ٢٠٤١. وهكذا، إذا احتفظ المستثمر بالسند حتى وقت السداد، فإنّه سيحصل على عائد من الفائدة المدفوعة كل عام، وستزداد قيمة رأس ماله المستثمر في السند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

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

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

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

## ١-٧ منحنى العائد



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

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

## أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحة الأجوبة بالعودة إلى الفقرة ذات الصلة:

١. ما تأثير انخفاض أسعار الفائدة على أسعار السندات؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٢-٢
٢. ما وظيفة شرط الاسترداد المرتبط ببعض السندات؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-١-٤
٣. ما الخيارات التي يمنحها السند القابل للتحويل إلى أسهم للمستثمر؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٤-٢-٤
٤. أي نوع من أنواع السندات لا تُدفع عليه أي فوائد؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٦-٢-٤
٥. إذا كان لديك سند خزانة بقيمة اسمية قدرها ١,٠٠٠ جنيه أمريكي وبسعر فائدة (قسيمة) نسبته ١,٥ ٪ وبتاريخ استحقاق في العام ٢٠٣٠ ومُسعر بمبلغ ١٠١,١٥ دولاراً أمريكياً. احسب عائد السند الثابت.  
مرجع الإجابة: الفقرة ٧



# الاستثمارات والأسواق الأخرى

|     |                                    |
|-----|------------------------------------|
| ١١١ | ١ . الودائع النقدية                |
| ١١٥ | ٢ . أسواق النقد                    |
| ١١٨ | ٣ . العقارات                       |
| ١٢٠ | ٤ . سوق العملات الأجنبية (الفوركس) |

يتضمن هذا الفصل قرابة ٥ أسئلة من أصل ٥٠ سؤالاً من أسئلة الاختبار



## ١. الودائع النقدية

### الأهداف التعليمية

١-١-٥ معرفة خصائص حسابات الودائع لأجل والودائع الجارية.

٢-١-٥ معرفة مزايا الاستثمار في النقد وعيوبه

٣-١-٥ معرفة أوجه الاختلاف بين العملات المشفرة والعملات الورقية التقليدية

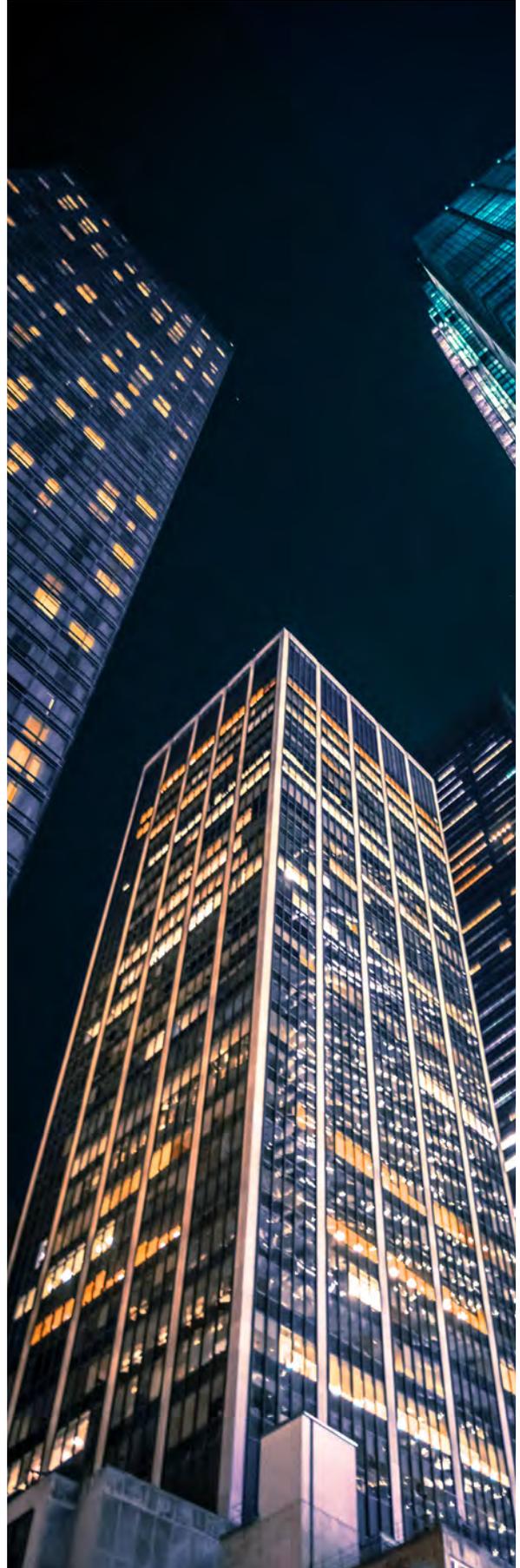
يتضمن هذا الفصل شرحاً للودائع النقدية، وسوق النقد، وسوق العقارات، وسوق العملات الأجنبية. وسنتطرق في الفصول اللاحقة إلى الحديث عن فئات الأصول الأساسية الأخرى، ألا وهي الأسهم والسندات والمشتقات المالية.

تشتمل الودائع النقدية على الحسابات التي تُودَع في المصارف أو في مؤسسات الادّخار الأخرى. ويختارُ كثيرٌ من المستثمرين الأفراد والشركات والحكومات والمؤسسات المالية فتح حسابات وداائع نقدية.

تتميز الودائع النقدية بالخصائص الرئيسية الآتية:

- يتكوّن العائدُ من إيرادات الفوائد فقط، وليست هناك إمكانية لنمو رأس المال.
- يُستردُّ المبلغ المُستثمر (رأس المال) كاملاً في نهاية مدة الاستثمار.

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



ويتفاوت معدل الفائدة المدفوعة على الودائع المختلفة أيضاً، إذ يتوقف على حجم الوديعة والمدة الزمنية التي تبقى فيها مجمدة في المصرف.

- تنظر المصارف إلى الودائع الكبيرة على أنها أكثر جدوى من الناحية الاقتصادية وتعود هذه الودائع على المستثمرين فيها بعائد أفضل.
- تتطلب حسابات الودائع لأجل من المستثمر تجميد الوديعة لمدة زمنية محددة قد تستمر لعام واحد أو عامين أو حتى ثلاثة أعوام، أو الاتفاق على مهلة إخطار محددة (مثل ٣٠ يوماً أو ٦٠ يوماً أو ٩٠ يوماً) قبل سحب الوديعة. وفي مقابل تجميد أموال المودعين لمدة زمنية معينة، يطالب هؤلاء بعائد أعلى مقارنة بما تقدمه الحسابات الجارية التي يمكنهم السحب منها فوراً.
- تحقق حسابات الودائع الجارية عادةً العائد الأقل بين حسابات الودائع المتوفرة بأنواعها المختلفة.
- تحقق الحسابات الجارية الأمريكية عائداً أقل حتى، وقد لا تحقق أحياناً أي عائد على الإطلاق.

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

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

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

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

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

تتوافر إمكانية الوصول إلى الحسابات المصرفية الإسلامية لأي شخص كان، وتجذب المبادئ الأخلاقية التي تلتزم بها الكثير من غير المسلمين أيضاً.

## ١-١ المزايا والعيوب

للاستثمار في النقد مزايا عدة، نذكر منها:

- تُعدّ خاصية السيولة من أهم الأسباب الرئيسية للاحتفاظ بالمال على هيئة ودائع نقدية. ويُقصد بالسيولة سهولة وسرعة تحويل الاستثمار إلى نقد لتلبية احتياجات الإنفاق، إذ يحتاج معظم المستثمرين أحياناً إلى النقد بدون سابق إنذار، ولذلك عليهم التخطيط للاحتفاظ بجزء من أموالهم على هيئة ودائع نقدية لتلبية الاحتياجات الضرورية والطارئة قبل التفكير في استثمارات أقل سيولة.
- أما السبب الرئيسي الآخر للإقدام على الاستثمارات النقدية فهو أنها وسيلة للإدخار بالإضافة إلى الفوائد المصرفية التي يمكن تحصيلها من هذه الاستثمارات.
- تُضاف إلى ذلك ميزة الأمان النسبي الذي تؤمنه الاستثمارات النقدية، فهي ليست عرضة لتقلبات السوق، كما هي حال فئات الأصول الأخرى.

لكن للاستثمار النقدي بعض العيوب الخطيرة أيضاً، من أهمها:

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

على الرغم من أنّ المصارف ومؤسسات الادخار جهات مُرخص لها وتخضع للتنظيم والرقابة، إلا أنّ هذه المؤسسات معرضة للانهايار، كما رأينا في أعقاب الأزمة المالية في العام ٢٠٠٨. لذا تقوم الحكومات عادةً بتوفير الحماية للودائع بواسطة صندوق تعويضات تضمنه الحكومة. ففي حال انهيار المصرف أو مؤسسة الادخار، يسدّد هذا الصندوق الأموال المُودعة التي خسرها المودعون حتى حدٍ معيّن عادةً. ويُحدّد مقدار المبلغ عموماً بحيث يمثل حماية مناسبة لمعظم صغار المودعين الأفراد، لكنّه لا يفيّد كثيراً أصحاب الودائع الضخمة.

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

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

## ١-٢ العملات المشفرة

سنستعرض في هذا القسم العملات المشفرة وكيفية اختلافها عن النقود الورقية التقليدية (fiat money).

العملات المشفرة هي نوع من العملات الرقمية أو الأصول التي يمكن تداولها وتخزينها ونقلها إلكترونياً. لا يوجد تعريف واحد للعملات المشفرة، ولكن يشير أحد تعريفات الهيئات التنظيمية الأوروبية إلى أنها عملة افتراضية ممثلة بسجل رقمي ولا تصدر عن مركزي أو مؤسسة مماثلة. ولعل الأشهر بينها عملة البيتكوين Bitcoin، وتعتمد البيتكوين Bitcoin على استخدام تقنية منصة (البلوك تشين) blockchain لبناء شبكة لامركزية لا تخضع لإشراف سلطة مركزية موثوقة وأي فرد يمكنه المشاركة في هذه المنصة.

وبصفة عامة، لا تعتبر العملات المشفرة عملة قانونية مُعترف بها ولكن تخضع هذه المسألة حالياً إلى تغييرات سريعة. ففي سبتمبر ٢٠٢١، اعتمدت دولة السلفادور عملة البيتكوين كعملة رسمية للبلاد، كما قامت دولة أوكرانيا مؤخراً في فبراير ٢٠٢٢ باعتماد قانون يُجيز استخدام عملة البيتكوين وغيرها من العملات المشفرة الأخرى.

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

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

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

بحسب النظرية الاقتصادية، تخدم النقود ثلاث وظائف:

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

والوفاء بهذه المصطلحات الاقتصادية لا يعني بالضرورة أن الأصول ستعتبر بمثابة أموال لأغراض قانونية أو تنظيمية. على سبيل المثال، يرجع أحد الأسباب الذي يعيق الاستخدام الشائع للعملات المشفرة إلى أن هذه العملات متقلبة للغاية ولا تصلح لأن تكون مخزناً جيداً للقيمة، ولربما يمكن أن نستنتج من ذلك فئة من العملات المشفرة تسمى "العملات المستقرة" (stable coins)، والتي يتم تثبيت سعرها عادةً بنسبة ١:١ مقارنة بالعملات القانونية. إضافة إلى أن العملات المشفرة غير مقبولة على نطاق واسع كوسيلة للتبادل، وأنها لا تستخدم كوحدة حساب. وبدلاً من ذلك، فإنها تعتبر استثماراً قائماً على المضاربة.

## ٢- أسواق النقد

### الأهداف التعليمية

- ١-٢-٥ معرفة الفرق بين أداة سوق المال وأداة سوق النقد
- ٢-٢-٥ معرفة تعريف وخصائص كلٍّ من التالي: أذون الخزانة؛ الأوراق التجارية؛ شهادات الإيداع؛ صناديق أسواق النقد
- ٣-٢-٥ معرفة مزايا الاستثمار في أدوات سوق النقد وعيوبه

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

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

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

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

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

### أذون الخزانة

• **شهادات الإيداع (Certificates of deposit CDs) - تُصدرها المصارف لقاء المبالغ المالية المُودعة لديها:** يمكن أن تتخيلها على أنها حسابات ودائع قابلة للتداول، أي يمكن بيعها وشراؤها تماماً كما تباع الأسهم وتُشترى.

على سبيل المثال: يمكن أن يُصدر أحد المصارف شهادة إيداع تُمثل وديعةً قيمتها مليون دولار أمريكي من أحد عملائه، على أن تكون قابلة للاسترداد في غضون ستة أشهر. وقد تتصّف شهادة الإيداع على التزام المصرف بسداد مليون دولار بالإضافة إلى فائدة بنسبة ٢,٥٪ مثلاً. فإذا رغب العميل في استرداد المبلغ قبل انقضاء ستة أشهر، يمكنه بيع شهادة الإيداع إلى مستثمرٍ آخر في سوق النقد.

حتى أواخر ستينيات القرن العشرين، ساد نوعٌ من الجمود في السوق بين البنوك، إذ لم يكن ممكناً تداول الودائع قبل حلول تاريخ استحقاقها. ولحلّ هذه المشكلة، استُحدثت شهادات الإيداع التي يمكن تداولها في أحد الأسواق الثانوية. ومن المتعارف عليه في السوق أن شهادات الإيداع هي أوراق مالية قصيرة الأجل وقابلة للتداول، وقد يصل أجل استحقاقها إلى خمس سنوات، على الرغم من أنّ معظمها يصدر بأجل استحقاق تقلّ عن ستة أشهر. وقد يكون سعر الفائدة عليها ثابتاً أو متغيراً، علماً بأنّ بعضها يصدر أيضاً بخصمٍ ومن دون فائدة.

## شهادات الإيداع

• **الورقة التجارية (Commercial paper CP) - تُعدّ الورقة التجاريّة بمثابة المقابل التجاري لأذون الخزّانة،** حيث تصدر عن الشركات الكبرى بغرض الوفاء بالتزاماتها من الاقتراض القصير الأجل. ويُتفق مسبقاً مع المصارف على قدرة الشركة على إصدار الأوراق التجارية.

على سبيل المثال: قد تتفق الشركة مع المصرف الذي تتعامل معه على برنامج إصدار بقيمة ١٠ ملايين دولار من الأوراق التجارية. وبذلك يصبح بإمكانها إصدار نماذج متعدّدة من الأوراق التجارية بأجل استحقاق مختلفة (شهر واحد و٣ أشهر و٦ أشهر مثلاً)، ورُبما بعملات مختلفة أيضاً. وتُعدّ الورقة التجارية، على غرار أذون الخزّانة، سند صفري (بدون فائدة) وتصدر بخصمٍ على قيمتها الاسميّة.

## الورقة التجاريّة

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

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

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

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

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

### المزايا والعيوب

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### ٣- العقارات

#### الأهداف التعليمية

١-٣-٥ معرفة خصائص الاستثمار العقاري: العقارات التجارية والسكنية؛ الاستثمار المباشر وغير المباشر

٢-٣-٥ معرفة مزايا الاستثمار في العقارات وعيوبه المحتملة

تتَّصف العقارات بخصائص فريدة من نوعها مقارنةً بأنواع الأصول الأخرى:

- يُعدُّ كل عقارٍ فريداً من نوعه من حيث موقعه وهيكل بنائه وتصميمه.
- يخضع تقييم العقارات للأحكام الشخصية نظراً لعدم وجود سوقٍ مركزي لتداول العقارات، كما لا تتوافر باستمرار بيانات يمكن الوثوق بها حول حركة الأسعار في هذه السوق.
- تخضع العقارات لاعتباراتٍ قانونية معقَّدة وتترتب عليها تكاليف مرتفعة عند إجراء معاملات نقل الملكية.
- ليس من السهل تسهيل العقارات نسبياً، وذلك لعدم توافر إمكانية تداولها فورياً.
- كما تُعدُّ العقارات أصولاً لا يمكن تسهيلها من ناحية أخرى: لا يستطيع المستثمر عموماً بيع أجزاء فقط من العقار، بل يتعيَّن عليه بيعه كاملاً أو عدم بيع أي جزء منه على الإطلاق. فمن غير الممكن بيع جزءٍ فقط من أحد المعامل (وإن كان هذا ممكناً، فإنه لا يُعدُّ استثماراً جذاباً)، كما لا يُمكن لمالك منزلٍ أن يبيع غرفة نومٍ إضافية في منزله إذا احتاج لبعض النُّقود.
- صعوبة تنويع الاستثمار نظراً لضرورة شراء العقارات في وحدات متكاملة كبيرة الحجم.
- تُعدُّ الأراضي الصالحة للبناء من الموارد المحدودة، فضلاً عن احتمال تشديد القيود على إمكانية توافرها بموجب التشريعات ولوائح التخطيط العقاري المحلية، لذا غالباً ما يتقلَّب السعر متأثراً بالتغيُّرات التي تطرأ على مستويات الطلب.

## الاستثمارات والأسواق الأخرى

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

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

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

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

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

لكن العقارات قد تكون عرضةً لأزمات الكساد الاقتصادي الطويل الأجل، وبسبب عدم إمكانية تسهيلها وارتفاع تكاليف الصيانة والمعاملات الخاصة بنقل الملكية، بالإضافة إلى مخاطر عدم إقبال المستأجرين على العقارات التجارية (وبالتالي فقدان الدخل الناتج عن الإيجار)، تُعدّ العقارات التجارية وحدها استثماراً ناجحاً على المدى الطويل للمؤسسات الاستثمارية

مثل صناديق التقاعد. لكنّ توافر وسائط الاستثمار غير المباشر يجعل من العقارات أصولاً أيسر منالاً لأولئك الذين يديرون محافظ استثمارية متنوّعة أصغر حجماً.

## ٤- سوق العملات الأجنبية (الفوركس)

### الأهداف التعليمية

- ١-٤-٥ معرفة الهيكل الأساسي لسوق العملات الأجنبية، بما في ذلك: تسعير العملات؛ التسوية؛ المعاملات الفورية والأجلة؛ عقود مبادلة العملات القصيرة الأجل.
- ٢-٤-٥ التمكن من حساب سعر الصرف الأجل باستخدام معادلة تعادل سعر الفائدة.

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

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

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

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

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

### ١-٤ أسعار العملات

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

وفي ما يأتي أزواج العملات الأكثر تداولاً على الإطلاق:

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

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

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

#### ٤-٢ معاملات سوق العملات الأجنبية (الفوركس)

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

- **المعاملات الفورية:** سعر الصّرف الفوري هو السعر الذي يعرضه أحد المصارف لصرف عملة مقابل أخرى على الفور. لكن تجدر الإشارة إلى أن التداولات الفورية تُسوّى في كثير من الحالات خلال يومي عمل من تاريخ المعاملة المالية الأساسي. ويُصد بالتسوية هنا انتقال العملات فعلياً من يد لأخرى ووصولها إلى الحسابات المصرفية الخاصة بطرفي عملية التبادل (T+2).
- **المعاملات الآجلة:** بموجب هذه المعاملات، لا تنتقل الأموال فعلياً من يد لأخرى أو من طرفٍ لآخر حتى حلول تاريخ مستقبلي متفق عليه. ويتفق البائع والشاري على سعر صرف معين في موعدٍ محدد في المستقبل لقاء مبلغ ثابت. ثم تحصل التسوية في ذلك التاريخ وفقاً لسعر المتفق عليه بغض النظر عن السعر في السوق في ذلك الحين. وقد تتراوح مدة المعاملة الآجلة بين بضعة أيام أو عدة أشهر أو حتى سنوات.
- **العقود المستقبلية:** تُعدّ العقود المستقبلية على العملات الأجنبية بمثابة نسخة معيارية من العقود الآجلة التي يتم تداولها في أسواق المشتقات المالية بأحجامٍ محددة وتواريخ استحقاق معينة. وعادةً ما يكون متوسط أجل العقد ثلاثة أشهر تقريباً.
- **عقود المبادلة:** عقود مبادلة العملات أحد الأنواع الشائعة من العقود الآجلة، حيث يتفق الطرفان على تبادل العملات لمدة زمنية محددة، وعلى تبديل المعاملة في تاريخ لاحق. وليست هذه العقود قابلة للتداول في البورصات، بل هي عقود يتمّ التفاوض عليها بصورة فردية بين الأطراف المعنية. وتُصنّف ضمن فئة المشتقات المتداولة خارج أسواق الأسهم الرسمية، كما سنرى معاً في الفصل السادس.

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

### ٣-٤ أسعار الصرف الآجلة

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

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

#### مثال

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

- سعر الصرف الفوري للجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي: ١,٢٥.
- سعر الفائدة المعروف بين البنوك (الليبور) لمدة ثلاثة أشهر في المملكة المتحدة: ٠,٥٠٪، وفي الولايات المتحدة الأمريكية: ١٪. وبما أنّ أسعار الفائدة هذه مدرجة على أساس سنوي، فنحن بحاجة إلى تعديلها على أساس ربعي (ثلاثة أشهر). وبغرض تبسيط المفهوم، سنفترض أن معدل الثلاثة أشهر هو ربع ذلك (وفي التطبيق العملي، يتم حساب ذلك باستخدام عدد أيام هذه الفترة).
- سعر الفائدة في مدة ثلاثة أشهر في المملكة المتحدة: ٠,٥٠٪ ÷ ٤ = ٠,١٢٥٪.
- سعر الفائدة في مدة ثلاثة أشهر في الولايات المتحدة الأمريكية: ١,٠٠٪ ÷ ٤ = ٠,٢٥٪.
- نقوم بعدها بتحويل السعيرين إلى أرقامٍ عشريةٍ للتمكّن من استخدامهما في العملية الحسابية، مثلاً ٠,٠٠٢٥ و ٠,٠٠١٢٥.

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

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

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

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

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

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

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

| القيمة حالياً | معدّل الفائدة | الفائدة المدفوعة عن فترة الأشهر الثلاثة | القيمة في نهاية الفترة |
|---------------|---------------|---|------------------------|
| ١٠٠,٠٠٠ جنيه  | ٠,١٢٥٪        | ١٢٥,٠٠ جنيه                             | ١٠٠,١٢٥,٠٠ جنيه        |
| ١٢٥,٠٠٠ دولار | ٠,٢٥٪         | ٣١٢,٥٠ دولاراً                          | ١٢٥,٣١٢,٥٠ دولاراً     |

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



## أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحّة الأجوبة بالعودة إلى الفقرة ذات الصلة:

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



# المشتقات المالية

١. لمحة عامة عن المشتقات المالية ١٢٩
٢. العقود المستقبلية ١٣١
٣. عقود الخيار ١٣٣
٤. عقود مبادلة سعر الفائدة ١٣٥
٥. عقود مبادلة مخاطر الائتمان ١٣٦
٦. أسواق المشتقات المالية ١٣٨
٧. الاستثمار في أسواق المشتقات المالية ١٤٢

يتضمن هذا الفصل قرابة ٤ أسئلة من أصل ٥٠ سؤالاً من أسئلة الاختبار



## ١ - لمحة عامة عن المشتقات المالية

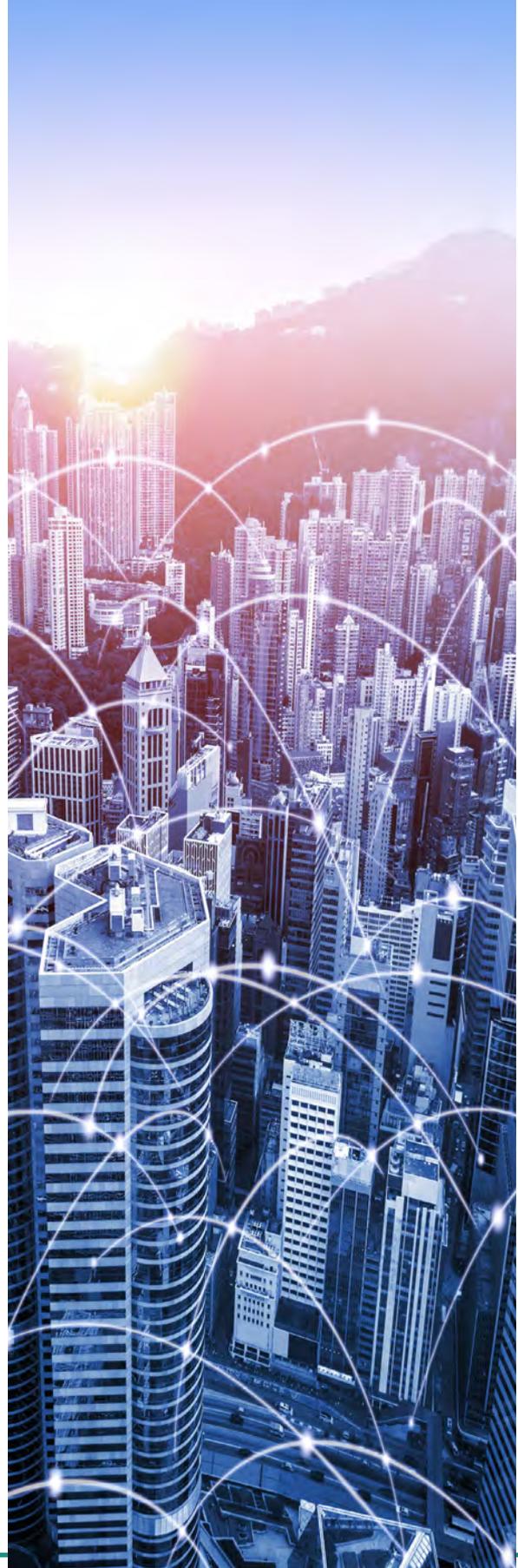
ليست المشتقات المالية مفهوماً جديداً، فقد استُحدثت منذ مئات السنين. ويعودُ تاريخها إلى الأسواق الزراعية، عندما احتاج المزارعون إلى آلية تحميهم من تقلبات الأسعار الناجمة عن إغراق السوق بالمنتجات، واحتاج التجار إلى حماية تجارتهم من سُخّ الإنتاج الحاصل في أوقات القحط أو الجفاف.

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

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

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

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



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

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

## ١-١ استخدامات المشتقات المالية

### الهدف التعليمي

١-١-٦ معرفة استخدامات المشتقات المالية وتطبيقها

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

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

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

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

## ٢- العقود المستقبلية (Futures)

## الأهداف التعليمية

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

## ١-٢ تطوّر العقود المستقبلية

كما ذكرنا سابقاً، افتتح مجلس شيكاغو للتجارة (CBOT) في العام ١٨٤٨ ليكون أول بورصة للمشتقات في العالم، وسرعان ما طوّرت هذه البورصة عقداً مستقبلياً سمح بتداول كميات منمّطة من الحبوب ذات جودة معينة بسعرٍ مُستقبليّ ثابتٍ وتاريخ تسليمٍ مُحدّد. وقد تميّز هذا العقد المستقبلي عن العقد الآجل، الذي نشأ قبله، بإمكانية تداوله. ومن ثم انتشر استخدام هذه العقود المستقبلية ليشمل مجموعة واسعة من السلع الأساسية وغيرها من الأصول الأخرى. ويتم تداولها حالياً في عددٍ كبيرٍ ومتزايدٍ من بورصات المشتقات.

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

## ٢-٢ تعريف العقد المستقبلي ووظيفته

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

والعقد المستقبلي إتفاقيّةٌ مُلزِمةٌ قانونياً بين البائع والمشتري يوافق بموجبها المشتري على دفع مبلغٍ مُحدّدٍ مسبقاً لقاء استلام كميةٍ مُحدّدة مسبقاً من أحد الأصول عند تاريخٍ مستقبليٍ مُحدّدٍ مسبقاً. ويوافق البائع على تسليم الأصل في التاريخ المستقبلي المتفق عليه مقابل الحصول على المبلغ الذي اتفق عليه الطرفان مسبقاً.

## مثال

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

يتميز العقد المستقبلي بميزتين أساسيتين:

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

### ٣-٢ المصطلحات المتعلقة بالعقود المستقبلية

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

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

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

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

## ٣- عقود الخيار (Options)

## الأهداف التعليمية

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

## ١-٣ تطوّر عقود الخيار

في الحقيقة، لم تشهد عقود الخيار ازدهاراً حتى أعدّ اثنان من الأكاديميين الأمريكيين (فيشر بلاك Fisher Black ومايرون شولز Myron Scholes) نموذجاً لتسعير عقود الخيار في العام ١٩٧٣، الأمر الذي سمح بتسعيرها ببسر وسهولة. وقد مهّد هذا النموذج السبيل لاستحداث عقود الخيار المنمّطة وافتتاح بورصة شيكاغو لتداول عقود الخيار (CBOE) في العام ذاته. وقد أدى هذا بدوره إلى تقجّر سيلٍ من المنتجات المُبتكرة وإنشاء بورصاتٍ أخرى لتداول الخيارات الاستثمارية مثل بورصة لندن لتداول العقود المالية الدولية للعقود المستقبلية وعقود الخيار أو بورصة لايف LIFFE (التي أصبحت اليوم جزءاً من بورصة إنتركونتيننتال (ICE)).

## ٢-٣ تعريف عقد الخيار

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

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

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

## ٣-٣ المصطلحات المتعلقة بعقود الخيار

هناك فنتان أساسيتان من عقود الخيار:

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

• **خيار البيع (put option):** لبائع عقد الخيار الحق في بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه، ويلتزم البائع بتسليم الأصل ودفع السعر المتفق عليه إذا مارس المشتري حقه في الخيار.

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

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

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

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

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

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

| مثال  |
|---|
| <p>لنفترض أن أسهم شركة جيرسي تُتداول بسعر ٣,٢٤ دولار أمريكي. واشترى سامر خيار شراء السهم بسعر ٣,٥٠ دولار بعد ثلاثة أشهر من الآن. فبذلك يصبح لسامر حق شراء أسهم شركة جيرسي من بائع الخيار (مستثمر آخر يدعى فادي) بسعر ٣,٥٠ دولار، إذا اختار ذلك في أي وقت من الأشهر الثلاثة القادمة.</p> <p>فإذا هبطت أسعار أسهم جيرسي إلى ما دون ٣,٥٠ دولار بعد ثلاثة أشهر (أي عند انتهاء صلاحية عقد الخيار)، يتنازل سامر عن حق ممارسة خيار الشراء، ويحتفظ عندها فادي بثمن الخيار.</p> <p>أما إذا ارتفعت أسعار أسهم جيرسي إلى ٦,٠٠ دولار، سيصل سامر (المستثمر) بفادي (البائع) ويختار أحد أمرين:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• ممارسة الخيار، أي شراء الأسهم بسعر ٣,٥٠ دولار للسهم الواحد ومن ثم يحتفظ بها أو يبيعها بسعر ٦,٠٠ دولار للسهم الواحد،</li> </ul> |

• أو سيقنع فادي بإعطائه الفارق بين السعر الحالي وسعر الشراء = ٦,٠٠ - ٣,٥٠ = ٢,٥٠ دولار لتسوية المعاملة المالية.

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

الحل:

الحد الأقصى لخسارة سامر = ٤٢ سنتاً، أي ثمن العقد الذي دفعه مسبقاً. فإذا ارتفع سعر أسهم جيرسي إلى أعلى من "٣,٥٠ دولار + ٤٢ سنتاً"، أي أصبح ٣,٩٢ دولار، عندها يحقق سامر الربح. وإذا ارتفع سعر الأسهم إلى مستوى ٣,٥١، سيمارس سامر حقّه في الشراء، إذ يبقى من الأفضل له أن يكسب سنتاً واحداً ويقلص خسارته إلى ٤١ سنتاً بدلاً من ٤٢ سنتاً.

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

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

## ٤ - عقود مبادلة سعر الفائدة

### الأهداف التعليمية

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

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

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

وتُستخدَم عمليّة المبادلة عادةً للتحوُّط ضد احتمال التعرُّض لمخاطر تغير سعر الفائدة. وسنرى مدى أهميتها عند دراسة المثال في الأدنى. يجري تطبيق أسعار الفائدة على أصلٍ نظري تُحسب قيمته على أساس المبلغ الذي سيجري التحوُّط من خسارته، ومن ثم لا يجري تبادل التدفقات النقدية في البداية.

#### مثال

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

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

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

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

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

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

### الهدف التعليمي

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

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

## المُشتَقَّات المَالِيَّة

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

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

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



## ٦- أسواق المشتقات

### الهدف التعليمي

١-٥-٦ معرفة خصائص أسواق المشتقات المالية والسلع

المشتق المالي هو أداة مالية يُشتق سعرها من سعر أصل آخر (يُعرف الأصل الآخر باسم "الأصل محل العقد"، ويشار إليه اختصاراً في بعض الأحيان بـ "محل العقد").

يسود بين المستثمرين اعتقاداً بأن المشتقات المالية أدوات خطيرة ومعقدة على نحو يستحيل فهمه. بينما يمكن أن تكون بعض المشتقات المالية معقدة وتُعرض المستثمر فيها لمخاطر شاملة، إلا أنها مصممة في الأساس لكي تُستخدم لخفض المخاطر التي تتعرض لها المنظمات والأفراد، وهذه عملية تُعرف بمصطلح "التحوط". كذلك فإن كثيراً من المشتقات المالية ليست معقدة جداً.

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

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

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

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

### ١-٦ أسواق المشتقات المالية

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

## المشتقات المالية

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

وتُعدّ الأسواق غير الرسمية الأكبر بين الاثنتين من حيث قيمة العقود المتداولة يومياً. ويتركز هذا التداول في أوروبا، لا سيما في المملكة المتحدة.

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

### ٦-٢ أسواق تداول المشتقات

لنستعرض الآن بعض الأمثلة عن أسواق تداول المشتقات الرئيسية:

|   |   |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>مجموعة بورصة شيكاغو التجارية هي البورصة الرئيسية للمشتقات في الولايات المتحدة، وقد تشكلت في العام ٢٠٠٦ نتيجة اندماج بورصة شيكاغو التجارية (CME) مع مجلس شيكاغو للتجارة (CBOT). وتُعدّ الأضخم والأكثر تنوعاً على الإطلاق بين بورصات المشتقات في العالم.</li> <li>تدير هذه البورصة أسواق التداول في المشتقات في كلٍّ من بورصة شيكاغو التجارية ومجلس شيكاغو للتجارة وبورصة نيويورك التجارية (NYMEX) وبورصة السلع (COMEX).</li> </ul>            | <p>بورصة شيكاغو<br/>التجارية<br/><b>CME</b></p> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>تدير بورصة إنتركونتيننتال عدداً من البورصات ومنصات التداول، بما في ذلك بورصات العقود المستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية وكندا وأوروبا وسنغافورة بالإضافة إلى بورصات عقود الخيار على الأسهم.</li> </ul>   | <p>بورصة<br/>إنتركونتيننتال<br/><b>ICE</b></p>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>شرعت بورصة لندن للمعادن (LME) في مزاولة عملها منذ أكثر من ١٣٠ عاماً. ومع أنّها تتخذ مقراً رئيسياً لها في لندن، إلا أنّها عبارة عن سوق عالمي يضم أعضاء من مختلف أنحاء العالم ويشكّل العمليات التجارية من الخارج ٩٥٪ من نشاطه.</li> <li>تُتداول في بورصة لندن للمعادن المشتقات الخاصة بالمعادن غير الثمينة والمعادن غير الحديد مثل النحاس والألمنيوم والزنك. وغالباً ما يحصل التداول بواسطة المزاد العلني (outcry) في قاعة البورصة.</li> </ul> | <p>بورصة لندن<br/>للمعادن<br/><b>LME</b></p>    |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>يقع مقرّ بورصة يوريكس في فرانكفورت بألمانيا. وتشتمل منتجاتها الرئيسية على عقود الخيار والعقود المستقبلية على السندات الألمانية. وتُعدّ عقود السندات الألمانية الطويلة الأجل (Bunds) الأشهر بينها. كما تتولّى التداول في المنتجات المرتبطة بالمؤشرات لعددٍ من الأسواق الأوروبية.</li> </ul>   | <p>بورصة<br/>يوريكس<br/><b>Eurex</b></p>        |

## ٦-٣ أسواق السلع المادية

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

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

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

- ينتج العالم عدداً كبيراً من المعادن التي يجري تكريرها لاحقاً لاستخدامها في مجموعة كبيرة ومتنوعة من المنتجات والعمليات.
- على غرار أسعار السلع الأخرى كالحديد، تتأثر أسعار المعادن بالعرض والطلب.
- من العوامل التي تُؤثِّر في العرض: توافر المواد الخام، وتكاليف الاستخراج والإنتاج.
- ينشأ الطلب من مستخدمي السلعة، كالطلب على المعادن في اقتصادات الدول التي تسير بسرعة نحو التصنيع كما في الهند والصين. وينشأ الطلب أيضاً من المستثمرين مثل صناديق التحوُّط التي قد تشتري عقوداً مستقبلية على المعادن متوقِّعةً أن يترىد الطلب عليها أو تدمج المعادن في صناديق معيَّنة. ويستخدم المنتجون هذه السوق لتحوط إنتاجهم من المعادن. ومن المتعارف عليه أن أسعار المعادن الثمينة كالذهب ترتفع في أوقات الأزمات- إذ يرى كثيرون في الذهب ملاذاً آمناً لاستثماراتهم.

## المعادن الأساسية والتمينة

- تشمل سوق الطاقة على كلِّ من سوق النفط (وغيره من المنتجات القائمة على النفط مثل البترول)، وسوق الغاز الطبيعي، وسوق الفحم.
- تتضمن سوق النفط كلاً من النفط الخام و"المكونات" المختلفة الناتجة عن عملية التكرير، مثل النفثا والبوتان والكيروسين والبنزين وزيت/غاز التدفئة. يُصنَّف النفط الخام وفق ثلاثة عوامل أساسية:
  - حقل المنشأ: مثل خام برنت، أو خام غرب تكساس الوسيط، أو خام دبي.
  - الكثافة: يُعدُّ النفط الخام "خفيفاً" إذا كانت كثافته منخفضة، أو "ثقيلاً" إذا كانت كثافته عالية.
  - محتوى النفط من الكبريت: يُوصف النفط الخام بأنه "حلو" إذا كان محتواه من الكبريت منخفضاً، وبأنه "حامض" إذا كان يحتوي على نسبة عالية من الكبريت.
- يرتبط الطلب على النفط والغاز في الأساس بمستويات الاستهلاك، التي تتوقف بدورها على احتياجات الطاقة، من الصناعات التحويلية والنقل مثلاً. تُعدُّ هذه السلع من الموارد المحدودة، وتستطيع الدول التي لديها فائض من احتياجات النفط والغاز تصديرها إلى الدول التي لا تملك كميات كافية من النفط والغاز لتلبية احتياجاتها. وتعتمد الدول المنتجة للنفط الأعضاء في منظمة الدول المصدِّرة للنفط (أوبك) إلى خفض إنتاجها من النفط بانتظام لكي تبقى أسعاره مرتفعةً أو لرفع الأسعار.

## أسواق الطاقة

## ٧- الاستثمار في أسواق المشتقات المالية

### الهدف التعليمي

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

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

#### المزايا

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

#### العيوب والمخاطر

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

## أَسْئَلَةٌ نِهَائِيَّةُ الْفَصْلِ

أجِبْ عَنِ الْأَسْئَلَةِ الْآتِيَةِ وَتَحَقَّقْ مِنْ صِحَّةِ الْأَجْوِبَةِ بِالْعُودَةِ إِلَى الْفَقْرَةِ ذَاتِ الصَّلَةِ:

١. ما أبرز استخدامات المشتقات المالية؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ١-١
٢. اذكر وجهي الاختلاف الرئيسيين بين العقد المستقبلي وعقد الخيار؟  
مرجع الإجابة: الفقرتان ٢-٢ و ٢-٣
٣. ما المصطلح المستخدم لوصف بائع العقد المستقبلي؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٢
٤. ماذا نسمي المستثمر الذي يُبرم عقداً لتسليم أحد الأصول خلال ثلاثة أشهر من الوقت الحاضر؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٢
٥. ما الاسم الذي يُطلق على بائع عقد الخيار؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٣
٦. ما نوع عقد الخيار الذي يمنح حامله الحق في بيع أحد الأصول؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٣
٧. ماذا نسمي السعر المدفوع للحصول على عقد الخيار، ولَمَنْ يُدْفَعُ هذا السعر؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٣
٨. ما المقصود بعقود مبادلة أسعار الفائدة؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٤
٩. أي أنواع المشتقات المالية لا يُتداول في البورصات، أي يجري التفاوض على سعره وتداوله بشكل خاص بين أطراف المعاملة؟  
مرجع الإجابة: الفقرتين ٤ و ٥



# صناديق الاستثمار

- ١٤٧ .١ لمحة عامّة عن صناديق الاستثمار
- ١٥٢ .٢ الصناديق المفتوحة
- ١٥٧ .٣ شركات الاستثمار المغلقة
- ١٦٢ .٤ صناديق المؤشّرات المتداولة في البورصة (ETF)
- ١٦٣ .٥ صناديق الاستثمار البديلة

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



## صناديق الاستثمار

### ١- لمحة عامّة عن صناديق الاستثمار

عندما يتخذُ المستثمرون قراراً بالاستثمار في فئةٍ محدّدة من الأصول مثل الأسهم، يمكنهم اتّباع إحدى طريقتين: الاستثمار المباشر أو الاستثمار غير المباشر.

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

أما الاستثمار غير المباشر، فيحدث عندما يشتري المستثمر حصةً في صندوق استثمارٍ مثل صندوق استثمارٍ مشترك، يستثمرُ بدوره في مجموعةٍ متنوّعة من مختلف أسهم الشركات، بما في ذلك شركة آبل مثلاً.

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

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

ومن بين المصطلحات الأخرى التي سَتُصادفنا هنا: الصناديق المفتوحة والصناديق المغلقة. والصندوق المفتوح عبارة عن صندوقٍ يمكن من خلاله إضافة أسهم جديدة أو إلغاؤها عند بيعها وذلك بناءً على طلب المستثمر، بحيث يمكنه زيادة حجم رأس المال أو خفضه - ومن الأمثلة على ذلك صناديق الاستثمار المشترك. أما الصندوق المغلق، فتكون له قاعدة رأس مال ثابتة. وإذا أراد المستثمر شراء الأسهم، يمكن للصندوق تحقيق ذلك عن طريق البورصة عبر شرائها من



مستثمر آخر يريد بيعها. وهكذا تبقى قاعدة رأس مال الصندوق ثابتة، كما هي الحال في صناديق الاستثمار المغلقة في الولايات المتحدة الأمريكية.

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

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

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

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

## ١-١ مزايا الاستثمار الجماعي

### الهدف التعليمي

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

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

لجمع الاستثمارات هذا فوائد عدة، منها:

- خفض التكلفة نتيجة زيادة حجم الإنتاج (وفورات الحجم)
- تنوع الاستثمار
- الاستفادة من إدارة محترفة للاستثمارات

## صناديق الاستثمار

- الوصول إلى استثمارات في مواقع جغرافية محددة أو فئات من الأصول أو استراتيجيات استثمارية قد لا تتوافر أمام المستثمر الفرد
- الاستفادة من الرقابة التنظيمية في بعض الحالات
- تأجيل دفع الضرائب في بعض الحالات.

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

ويحتاج المستثمر في حالة الاستثمار المباشر إلى مبلغ كبير من المال إذا أراد إنشاء محفظة منوّعة من الاستثمارات. فإذا رغب أحد الأفراد، على سبيل المثال، باستثمار مبلغ ثلاثة آلاف دولار أمريكي في شراء أسهم ٣٠ شركة مختلفة، يستطيع أن يستثمر ١٠٠ دولار أمريكي مثلاً في كلّ شركة. لكنه في هذه الحالة سيضطر إلى إنفاق جزء كبير من ماله لتسديد رسوم العمولات، التي قد تبلغ ١٠ دولار أمريكي عن كل عملية على أدنى تقدير.

أمّا في حال الاستثمار غير المباشر، فيضع المستثمر مبلغ الثلاثة آلاف دولار أمريكي كاملاً في صندوق استثمار جماعي مع ٨٠ مستثمر آخر أو أكثر، على سبيل المثال، ما يخفّض نسبة العمولة التي يُسَدِّدها مقارنةً بالاستثمار المباشر نظراً لتقاسم هذه التكاليف بين عدد من المستثمرين.

كما قد يستثمر صندوق الاستثمار عادةً في أسهم شركات من قطاعات متنوّعة، ما يُحقِّق تنوعاً من ناحية القطاعات وليس من ناحية الأصول فحسب (وبالتالي تنخفض مخاطر الاستثمار في عدد من الأسهم التي يرتبط أداؤها ارتباطاً وثيقاً في ما بينها). وقد يستثمر الصندوق في مجموعة واسعةٍ من السندات أيضاً. وتضع بعض الصناديق مبالغ محدودة من استثماراتها على هيئة ودائع مصرفية في البنوك أو حتّى في صناديق استثمار أخرى.

أما الدافع الرئيسي الآخر لتوظيف الأموال في صناديق الاستثمار الجماعي، فيتمثّل في الاستفادة من خبرات مدير الصندوق المحترف. إذ يدير مدير الصندوق الأموال المجمّعة بعناية، ويتتبع حركة الأسواق، ويحلّلها قبل اتّخاذ قرارات البيع أو الشراء أو حتى الاحتفاظ بالاستثمارات المختلفة. فالقلة القليلة من المستثمرين الأفراد يحظون بالوقت الكافي أو الرغبة أو المهارة اللازمة لإدارة استثماراتهم بأنفسهم بالكفاءة ذاتها.

لكنّ مدراء الصناديق لا يعملون بلا مقابل طبعاً، إذ يتقاضى هؤلاء رسوماً من المستثمرين لقاء جهودهم في إدارة الاستثمارات الجماعيّة. وقد تُدفع هذه الرسوم عند الاشتراك في الصندوق (رسوم اشتراك أو رسوم أولية) أو عند الخروج منه (رسوم الخروج) بالإضافة إلى رسوم الإدارة السنوية. وتستخدم هذه الرسوم لتسديد أجور مدراء الصناديق وتغطية مصاريف التقنيات الإلكترونية المستخدمة وعمليات البحث وتكاليف أنظمة التداول والتسوية وإدارة المخاطر، إلى جانب تحقيق الربح. وكذلك، ليس هناك ما يضمن أن تحقّق الإدارة المحترفة للصندوق نتائج باهرة وأن تتجنّب صناديق الاستثمار تكبّد الخسائر في حالات تدهور الأسواق. وفي الحقيقة، أظهرت الأبحاث الحديثة أنّ كثيراً من الصناديق المُدارة بالاستراتيجيات النشطة تعجز على نحو مستمرّ عن التفوق على أداء مؤشرات القياسية، الأمر الذي أثار جدلاً واسعاً بين أنصار استخدام الاستراتيجيات

النَّشِطَة (الفاعلة) وأنصار استراتيجيات الإدارة غير النشطة (غير الفاعلة) للمحافظ الاستثمارية (راجع الفقرة أدناه) وزاد من الضغوط على الصناديق المدارة بالاستراتيجيات النشطة لكي تخفض أجورها.

## ٢-١ استراتيجيات الاستثمار

### الهدف التعليمي

- ٢-١-٧ معرفة الفارق بين الإدارة النشطة (الفاعلة) والإدارة غير النشطة (غير الفاعلة) (للمؤشرات مثلاً)  
٣-١-٧ معرفة أنواع الصناديق وكيفية تصنيفها.

تتوافر مجموعة واسعة من صناديق الاستثمار التي تختلف من ناحية أهدافها الاستثمارية واستراتيجياتها. ولكلٍّ من هذه الصناديق محفظة استثمارية يديرها مدير صندوق يسعى إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الواضحة والمحددة.

ومن الأمثلة على أهداف الصناديق: الاستثمار في أسهم الشركات البريطانية التي تمتلك القدرة على تحقيق نموٍّ في رأس المال يفوق المتوسط والتفوق على مؤشر فوتسي (مؤشر الفاينانشال تايمز) لجميع الأسهم (FTSE All-Share). ومن الأمثلة الأخرى على أهداف الصناديق الاستثمارية: زيادة الدخل إلى الحدِّ الأقصى أو تحقيق نموٍّ بنسب ثابتة في كلِّ من رأس المال والدخل.

وفي كلِّ واحدة من هذه الحالات، يجري أيضاً توضيح نوع الاستثمار الذي سيستثمر فيه مدير الصندوق: الأسهم أو السندات أو العقارات أو النقد أو أدوات سوق النقد أو كلِّ مما سبق، وما إذا كانت المشتقات سوف تُستخدَم للتحوُّط ضد مخاطر تغيُّر سعر الصرف ومخاطر السوق الأخرى.

ولا بُدَّ أيضاً من فهم استراتيجية الاستثمار التي يتبعها المدير. والمقصود به المنهج الذي يتبعه مدير الصندوق عند اختيار الأصول وتحقيق أهداف الصندوق. ونوضح في ما يأتي الفرق بين الإدارة النشطة (الفاعلة) والإدارة غير النشطة (غير الفاعلة) للاستثمار.

### ١-٢-١ الإدارة غير النشطة (غير الفاعلة)

يبرز مصطلح الإدارة غير النشطة (غير الفاعلة) في صناديق الاستثمار التي توصف بأنها تتعقَّب المؤشرات. ويتمثَّل ربط الصندوق بالمؤشرات [بالإنجليزية: Index-tracking أو indexation] في بناء المحفظة الاستثمارية بحيث تتعقَّب، أو تحاكي، أداء مؤشر معروف من مؤشرات الأسهم. وتُعَدُّ الصناديق المرتبطة بالمؤشرات من المجالات الأسرع نمواً على الإطلاق في عالم الاستثمار.

تفترضُ الإدارة غير النشطة (غير الفاعلة) للصناديق أن تسعير الأسهم في الأسواق المالية يتميَّز بالكفاءة، أي أن أسعار الأسهم تعكس قيمتها الحقيقية، وبالتالي لا يمكن للمدير التفوق على الأداء الاستثماري للمؤشر. ومن هنا، لا يحاول مدير الصندوق توقُّع الأحداث المستقبلية أو التفوق على الأداء الشامل للسوق.

ومزايا الإدارة غير النشطة (غير الفاعلة) هي:

- قلماً يتفوق أداء مدراء الصناديق النشطة على أداء المؤشرات القياسية بانتظام وعلى نحوٍ مستمر.

## صناديق الاستثمار

- للصناديق الاستثمارية المُدارة على نحو غير فعال تكاليف إدارية أقل مقارنةً بتلك المُدارة بفعالية بسبب الحاجة إلى عددٍ أقل من الموظَّفين لإدارتها وانخفاض معدل دوران محافظها الاستثمارية.

أما عيوبها فتشمل الآتي:

- يتأثر أداء الصندوق بالحاجة إلى إدارة التدفقات النقدية وإعادة التوازن إلى المحفظة لمجاراة التغيُّرات في ترجيحات مكُونات المؤشر وتعديل المحفظة الاستثمارية بالتزامن مع إضافة أسهم جديدة إلى المؤشر أو إخراج أسهم منه. وقد تنجم عن ذلك أخطاء في تعقُّب المؤشر إذا كان أداء المحفظة لا يُطابق أداء المؤشر المرتبطة به.
- تقترض معظم المؤشرات أن توزيعات أرباح الأسهم المكوِّنة للمؤشر يعاد استثمارها مباشرةً في تاريخ الإعلان عن توزيعات أرباح الأسهم نفسه (Ex-dividend date). غير أن صندوق الاستثمار غير النشط لا يستطيع إعادة استثمارها لحين استلامها، أي لمدة قد تصل إلى ستة أسابيع منذ الإعلان عنها.
- قد لا تُحقِّق المحافظ المرتبطة بالمؤشرات بأهداف المستثمر كافة.
- قد تنخفض المحافظ المرتبطة بالمؤشرات توازياً مع انخفاض المؤشر في الأسواق الهابطة (أسواق الدببة).

### ٢-٢-١ الإدارة النشطة

على نقيض سياسة الإدارة غير النشطة (غير الفاعلة)، تسعى الإدارة النشطة للصناديق إلى التفوق على أداء مؤشِّر ما في مدة زمنية معيَّنة. ويتحقَّق ذلك بواسطة استخدام أدوات التحليل الأساسي والتحليل الفني التي تساعد في توقُّع الأحداث المستقبلية- التي قد تؤثر على السوق عامةً أو على شركةٍ بعينها- وتوقيت عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها. وعادةً ما تتقاضى الصناديق المُدارة إدارةً نشطة رسوماً أكبر من تلك المُدارة إدارةً غير نشطة (غير فاعلة).

ومن أكثر المصطلحات شيوعاً في هذا السياق:

- **التحليل التنازلي** (من القمة إلى القاعدة أو من العام إلى الخاص): ويعني تركيز المدير على الاتجاهات السائدة في الاقتصاد عموماً وفي قطاع الاستثمار بدلاً من توقعات آفاق شركات معيَّنة؛
- **والتحليل التصاعدي** (من القاعدة إلى القمة أو من الخاص إلى العام): ويعني التركيز على تحليل صافي أصول شركة ما وقدرتها على تحقيق الربح في المستقبل وتدقِّقها النقدي وغير ذلك من المؤشرات الخاصة بالشركة.

ويشمل التحليل التصاعدي مجموعة متنوّعة من استراتيجيات الاستثمار، نذكر منها:

- **الاستثمار في الأسهم ذات فرص النمو الجيدة (استثمار النمو):** اختيار أسهم الشركات التي تتهيَّأ لها في الحاضر فرص تحقيق نمو كبيرٍ على المدى البعيد.
- **الاستثمار في الأسهم التي تتفاوت قيمتها السوقية وقيمتها الحقيقية (استثمار القيمة):** اختيار أسهم الشركات التي تُقدَّر بأقل من قيمتها قياساً بأرباحها الحالية والمستقبلية وتدقِّقاتها النقدية.
- **الاستثمار بالاتجاه السائد:** اختيار الأسهم التي تشهد أسعارها ارتفاعاً في الوقت الحاضر مع توقُّع استمرار هذا الارتفاع.
- **الاستثمار بعكس الاتجاه السائد في السوق:** الوجه الآخر للاستثمار بالاتجاه السائد، وينطوي على اختيار الأسهم غير المرغوبة التي لم تحقِّق قيمتها العادلة.

وهناك أيضاً مجموعة متنوّعة من الاستراتيجيات التي يستخدمها مدراء صناديق التحوُّط (سنتطرق إلى شرح صناديق التحوُّط في الفقرة ٥).

### ١-٢-٣ الجمع بين الإدارة النشطة والإدارة غير النشطة

بعد الاطلاع على استراتيجيات كل من الإدارة النشطة وغير النشطة، تجدر ملاحظة أنّ اتّباع إحدهما لا يعني بالضرورة تجنّب الأخرى تماماً.

فلا مانع من الدّمج بين استراتيجيات الإدارة النّشطة والسّلبية، ويُطلق على الاستراتيجية في هذه الحالة مصطلح الإدارة المختلطة أو "استراتيجية المركز-التّوابع" (core-satellite). وتعمل هذه الاستراتيجية على النحو الآتي: يُدار ٧٠٪ أو ٨٠٪ من قيمة المحفظة بواسطة تعقّب مؤشرٍ ما للحدّ من مخاطر التقصير في الأداء، ويُدعى هذا الجزء من المحفظة بالأساس أو المركز. ثمّ يتمّ صقل أداء هذا "المركز" بدقة عبر الاستثمار في مجموعة مُتنوّعة من الأوراق الماليّة الفردية أو الصّناديق التي تُدار بالاستراتيجية النّشطة، ويُسمّى هذا الجزء الصّغير من الصندوق بالـ"عُنصر" التابع.

ويستطيع المدير بدلاً من ذلك استخدام صناديق بيتا الذكية، التي تجمع بين عناصر كل من استراتيجيات الاستثمار غير النشط والنّشط التقليديّة، إذ تسعى صناديق بيتا إلى التّفوق على أداء استراتيجيات الإدارة غير النشطة (غير الفاعلة) التقليدية بواسطة تطبيق الأفكار الاستثمارية التي تنشئ القيمة، مثل العثور على صفقات رابحة (القيمة) أو اتّباع اتجاه سائد في السوق أو البحث عن الاستثمارات الآمنة (حدّ أدنى من المخاطر).

### ١-٣ تصنيف صناديق الاستثمار

يتضمن تصنيف الصناديق عموماً جمع الأموال ذات الأهداف المتشابهة. ولا يقتصر على تمكين المستثمرين من مطابقة أهدافهم مع الصناديق الاستثمارية التي تلبّي تلك الأهداف، بل يسمح أيضاً للمستثمرين بمقارنة الصناديق التي لها أهداف مماثلة. ويتمّ تصنيف معظم صناديق الاستثمار على نطاق واسع للتمييز ما بين الصناديق المصممة لتوفير "الدخل" والصناديق الأخرى المصممة لتوفير "النمو". وبالنسبة للصناديق التي لا تتدرج ضمن تلك الفئتين، فهي تأتي ضمن فئات أخرى تعرف بأسماء مختلفة منها صناديق حماية رأس المال، والصناديق المتخصصة، والصناديق ذات القيمة المتغيرة المُدارة، واستثمارات العائد المطلق/ المستهدف أو غير المصنّف.

## ٢ - الصناديق المفتوحة

### الهدف التعليمي

١-٢-٧ معرفة خصائص صندوق الاستثمار المفتوح/صندوق الاستثمار المشترك وأنواع الصناديق المختلفة: الولايات المتحدة الأمريكية؛ أوروبا

يمكن لصندوق الاستثمار المفتوح إصدار الوحدات واستردادها في أي وقتٍ كان، حيث يمتلك كلُّ مستثمرٍ حصّةً تتناسب مع ملكيته في محفظة الأسهم المُدارة، ما يجعله شريكاً في أي نموٍّ يحققه الصندوق. وتتناسب قيمة كل وحدة مع القيمة الكلية للمحفظة الاستثمارية المُدارة.

فإذا رغب المستثمر بالاستثمار في صندوق مفتوح، يجب عليه تقديم طلب بذلك إلى إدارة الصندوق مباشرةً ودفع مبلغ المال الذي يرغب في استثماره. وبإمكان إدارة الصندوق إنشاء وحدات جديدة استجابةً لهذا الطلب، وإصدار وحدات جديدة بسعرٍ يرتكز إلى قيمة المحفظة الاستثمارية. وإذا قرّر المستثمر بيع استثماراته في الصندوق، فيجب عليه التّقدم بطلب إلى إدارة الصندوق أيضاً، التي ستولّي استرداد الوحدات ودفع قيمتها للمستثمر وفقاً لنسبة موجوداته من المحفظة المُدارة.

## صناديق الاستثمار

وبالتالي، يمكن أن يتوسّع حجم الصندوق المفتوح ويتقلص بناءً على طلب المستثمرين. ولهذا السبب سُمّي بالصندوق المفتوح.

### ١-٢ صناديق الاستثمار المفتوحة الأمريكية

من أشهر أنواع صناديق الاستثمار الأمريكية صندوق الاستثمار المشترك، كما ورد تعريفه في قانون استثمار الشركات لعام ١٩٤٠ (القانون رقم ٤٠). ويُعرّف من الناحية القانونية بأنه "شركة مفتوحة" تعمل وفقاً لقوانين الأوراق المالية الفدرالية. ويُعدّ صندوق الاستثمار المشترك أحد الأنواع الثلاثة الرئيسية لصناديق الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية، وسنتناول النوعين الآخرين لاحقاً في هذا الفصل عند الحديث عن الصناديق المغلقة.

والفارق الأساسي الذي يميّز هذه الصناديق:

- يمكن للصندوق المشترك إنشاء الوحدات الجديدة وبيعها لاستيعاب الطلب من المستثمرين الجدد.
- يشترى المُستثمرون وحدات صندوق الاستثمار المشترك مباشرةً من الصندوق نفسه، وليس من مستثمرين آخرين في الأسواق الثانوية مثل سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) أو بورصة ناسداك (نظام تحديد الأسعار الآلي التابع للمؤسسة القومية لوسطاء الأوراق المالية).
- يعتمد السعر الذي يدفعه المستثمرون لشراء وحدات صندوق الاستثمار المشترك على صافي قيمة أصول الصندوق (أي قيمة المحفظة الاستثمارية المُدارة) بالإضافة إلى أي مصاريف يتكبّدها الصندوق.
- تدار محافظ الاستثمار في صناديق الاستثمار المُشترك في العادة بواسطة كيانات مُستقلة تُعرف باسم شركات الاستشارات الاستثمارية. وتكون هذه الشركات مرخّصة من قبل هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC) الأمريكية التي تُعدّ الهيئة التنظيمية لقطاع الأوراق المالية في الولايات المتحدة.

يستطيع المستثمرون نظرياً وضع أوامر بيع الوحدات وشرائها في صناديق الاستثمار المشترك بواسطة التواصل مع الصندوق مباشرةً. أما على أرض الواقع، فتباع معظم وحدات صناديق الاستثمار المشترك وتُشترى عن طريق الوسطاء أو المصارف أو خبراء التخطيط المالي أو وكلاء التأمين.

ويعتمد السعر الذي يدفعه أحد المستثمرين لقاء شراء الوحدات أو يحصل عليه عند استردادها، على صافي قيمة المحفظة المُدارة، حيث يقيّم صندوق الاستثمار المشترك محفظته يومياً بغرض تحديد قيمة محفظته الاستثمارية، ويحدّد على هذا الأساس السعر الذي سيتداول به المستثمرون. ويمكن الحصول على صافي قيمة الأصول من الصندوق ومن موقعه على الإنترنت والصفحات المالية في الصحف الرئيسية.

عندما يشترى أحد المستثمرين وحدات في الصندوق، فإنّه يدفع مبلغاً يعادل صافي قيمة الأصول الحالية لكلّ وحدة بالإضافة إلى أي رسوم يفرضها الصندوق. أما عندما يبيع وحدته، فيدفع له الصندوق مبلغاً يعادل صافي قيمة الأصول مطروحاً منه أي تكاليف يتكبّدها الصندوق لاسترداد الوحدات. ويجب التّويه إلى أن الصّناديق المشتركة كلها يمكن أن تسترد وحدات المستثمر أو تعيد شراءها في أيّ يوم عمل، ويجب على الصندوق إرسال الدفعة المالية خلال سبعة أيام.

ويشتمل تشغيل صندوق الاستثمار المشترك على تكاليف مختلفة، مثل رسوم تداولات ملاك الوحدات ورسوم استشارات الاستثمار وتكاليف التسويق والتوزيع. وتلقي صناديق الاستثمار المشترك بهذه التكاليف على كاهل المستثمرين عن طريق فرض الرسوم. وبموجب قوانين هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية، يجب على صناديق الاستثمار المشترك الإفصاح عن كلّ من الرسوم المفروضة على ملاك الوحدات ونفقات التشغيل في جدولٍ للرسوم يوضّع في مُقدّمة نشرة الاكتتاب الخاصة بالصندوق.

وتختلف الصّرائب المفروضة على صناديق الاستثمار الأمريكيّة باختلاف نوع الصندوق. فعلى سبيل المثال، تُصنّف بعض الصناديق على أنها مُعفاة من الضرائب، مثل صناديق سندات الحكومات المحلية، حيث تُعفى توزيعات أرباح الوحدات كافة من ضريبة الدخل الفدرالية بل والمحلية أيضاً في بعض الأحيان. غير أنه يجب سداد الضريبة على أي أرباح رأسمالية.

أما بالنسبة لصناديق الاستثمار المشترك الأخرى، فهناك ضريبة دخل مستحقة على توزيعات أرباح الوحدات وأي أرباح ناتجة عن بيع الوحدات. بالإضافة إلى ذلك، قد يتعيّن على المستثمرين أيضاً دفع ضرائب سنوية على أرباح الصندوق الرأسمالية، وذلك لأن قانون الولايات المتحدة الأمريكية يفرض على صناديق الاستثمار المشترك توزيع أرباح رأسمالية على ملاك الوحدات في حال قيامهم ببيع الأوراق المالية وتحقيق ربح لم تُقابلهُ أي خسارة.

وفي ضوء الضرائب المفروضة على المستثمرين في صناديق الاستثمار المشترك من غير المقيمين في الولايات المتحدة الأمريكيّة، غالباً ما تكون صناديق الاستثمار التي تتخذ من أوروبا أو أي مكانٍ آخر في العالم مقراً لها أفضل لهم من الناحية العمليّة.

## ٢-٢ الصناديق المفتوحة الأوروبية

توجد في أوروبا ثلاثة أنواع رئيسية من صناديق الاستثمار: صناديق سيكاف (SICAV) وصناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة وشركات الاستثمار المفتوحة (OEIC).

وكما أشرنا في الفقرة ١ من هذا الفصل، يستخدم معظم هذه الصناديق هيكل صناديق تعهّدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل (UCITS). ويشير هذا المصطلح إلى سلسلة من التشريعات التي وضعها الاتحاد الأوروبي في الأصل لتيسير الترويج للصناديق بين المستثمرين الأفراد عبر أرجاء القارة الأوروبية. لذا فإنّ صناديق تعهّدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل تمتثل للمتطلبات الواردة في هذه التوجيهات، بغض النظر عن البلد الأوروبي الذي نشأت فيه.

وقد صدرت هذه التوجيهات بهدف ابتكار هيكلٍ لمبيعات صناديق الاستثمار العابرة للحدود في أنحاء الاتحاد الأوروبي كافة. وبذلك فإنها توفّر الفرصة لبيع صندوق الاستثمار عبر أنحاء الاتحاد كله، مع التقيد بالقوانين المفروضة من قبل السلطات التنظيمية في البلد الذي يوجد فيه.

ولذلك يجب الانتباه إلى نقطة مهمّة هنا، وهي أنه عندما يسعى صندوق الاستثمار أولاً للحصول على ترخيص من الهيئات التنظيمية، فإنه سوف يسعى للحصول على ترخيص بوصفه من صناديق تعهّدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل (UCITS). فعلى سبيل المثال، بدلاً من أن يتم ترخيص أحد صناديق الاستثمار من قبل الهيئات التنظيمية في لوكسمبورغ واقتصار التسويق بين عامّة المستثمرين في لوكسمبورغ فقط، فإنّ حصوله على ترخيص بوصفه من صناديق تعهّدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل يعني أنه يصبح قابلاً للتسويق والتداول عبر كافة دول الاتحاد الأوروبي.

وفي حين أنّ التشريعات المتعلقة بصناديق تعهّدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل لا تنطبق مباشرة على الصناديق خارج حدود الاتحاد الأوروبي، تعترف بها دول أخرى، مثل سويسرا وهونغ كونغ، عندما ترغب الصناديق في الحصول على ترخيص للبيع ضمن حدود تلك الدول. وينظر كثير من بلدان العالم إلى هذا النوع من الصناديق على أنها بمثابة علامة تجارية تدلّ على جودة آلية إدارة الصندوق وحسن ضبطه والإشراف عليه من قبل السلطات التنظيمية.

## صناديق الاستثمار

### ٢-٢-١ صناديق سيكاف وصناديق إف سي بي (FCPs)

كما ذكرنا في الفقرة ١، تُعدّ لوكسمبورغ أحد المراكز الرئيسية للصناديق التي تنشأ بغرض توزيع وحداتها على المستثمرين عبر أنحاء القارة الأوروبية والعالم. وتدير مجموعات الصناديق الأمريكية الرئيسية ونظيراتها الأوروبية مجموعة هائلة من صناديق الاستثمار من لوكسمبورغ، ومن ثم تُوزع وحداتها بعد ذلك وتُباع ليس فقط في أوروبا بل في الشرق الأوسط وآسيا كذلك.

وتُعدّ صناديق سيكاف (SICAV) - الشركات الاستثمارية ذات رأس المال المتغير، أو بعبارة أخرى شركات الاستثمار المفتوحة- النوع الرئيسي من صناديق الاستثمار المفتوحة. وتتميز بالخصائص الرئيسية الآتية:

- هي عبارة عن صناديق مفتوحة، وبالتالي يُمكن إضافة وحدات جديدة أو إخراج الوحدات من الصندوق تلبيةً لطلب المستثمرين.
- تحصل المعاملات مباشرةً مع مجموعة إدارة الصندوق أو عن طريق شبكة الوكلاء الخاصة بها.
- تُقيّم محفظة الصندوق يومياً، ويرتبط سعر بيع الوحدات وشراؤها مباشرةً بصافي قيمة أصول المحفظة المُدارة.
- تُسعر بأسعارٍ أحاديّة، ما يعني أن السعر نفسه يُستخدم عند البيع والشراء. وتُضاف أي رسوم مفروضة على المشتريات في وقت لاحق.
- تُهيكل هذه الصناديق عادةً على هيئة "مظلة استثمارية"، أي أنّ كلّ صندوق يشتمل على عدّة صناديق أخرى تعمل تحت مظلة كيانٍ قانوني واحد. وعادةً ما يعني هذا أنه يمكن إجراء عمليات التحويل من صندوقٍ إلى آخر برسمٍ مُخفضٍ أو بدون أيّ رسوم على الإطلاق.
- يأخذ هيكلها القانوني صيغة شركة مقرها في لوكسمبورغ. ومع أنّ الجوانب الرئيسية لإدارة الصندوق يجب أن تتم في لوكسمبورغ أيضاً، إلا أن إدارة الاستثمار تحدث غالباً في لندن أو إحدى العواصم الأوروبية الأخرى.

أما النوع الرئيسي الآخر للصناديق في أوروبا فهي صناديق إف سي بي (Fonds Commun de Placement) [حرفياً: صناديق الاستثمار المُشترك]. فعلى غرار صناديق الوحدات المفتوحة التي سنتناولها بمزيد من التفصيل لاحقاً، ليس لهذه الصناديق كيانٍ قانوني، بل يعتمد هيكلها بدلاً من ذلك على عقدٍ يُبرم بين مدير الصندوق والمستثمرين. وينصّ العقد على إدارة الصندوق على أساسٍ مُجمّع.

ونظراً لأنّ صناديق إف سي بي تفنقر إلى الشخصية القانونية، يجب أن تشرف عليها شركة مختصة بالإدارة. وباستثناء ذلك، تُعدّ إدارتها شبيهة جداً بإدارة الصناديق ذات رأس المال المتغير (سيكاف) المذكورة آنفاً.

### ٢-٢-٢ صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة

صندوق الوحدات الاستثمارية المفتوح عبارة عن صندوق استثمار يتم إنشاؤه على أنه صندوق يكون فيه أمين الصندوق بمثابة المالك القانوني للأصول محلّ التعاقد، في حين يتمتع ملاك الوحدات بحق الانتفاع من الصندوق.

وعلى غرار الأنواع الأخرى من صناديق الاستثمار المفتوحة، من الممكن أن ينمو الصندوق عندما يزداد عدد المستثمرين فيه. وقد يتقلص حجمه عند بيع المستثمرين لوحدهم إلى الصندوق مرةً أخرى، حيث تُلغى هذه الوحدات حينها. ويتعامل المستثمرون في هذه الصناديق مباشرةً مع إدارة الصندوق عندما يرغبون في البيع والشراء، كما هي الحال في صناديق سيكاف.

وتبرز الفروق الرئيسية بين صناديق الوحدات المفتوحة وصناديق الاستثمار المفتوحة التي درسناها قبل قليل في الأطراف المعنية بالصندوق وكيفية تسعير وحدات الصندوق.

والطرفان الأساسيان في صناديق الوحدات المفتوحة هما مدير الصندوق وأمين الصندوق:

- يبرز دور مدير صندوق الوحدات المفتوح في اتخاذ القرارات بشأن أي من الاستثمارات ستُضاف إلى الصندوق على نحو يتماشى مع قواعد الصندوق واللوائح القانونية التنظيمية. وبذلك يُقرر الأوراق المالية الواجب شراؤها أو بيعها ويُحدّد توقيت عمليات البيع والشراء. وقد يستعين في بعض الحالات بمدير استثمار مستقل في عملية صنع القرار. كما يوفّر المدير سوقاً لوحدات الصندوق عن طريق التعامل مع المستثمرين الراغبين في شراء الوحدات أو بيعها. ويتولّى كذلك مهمة التسعير اليومي للوحدات، وذلك استناداً إلى صافي قيمة الأصول المكوّنة لمحفظة الصندوق.
- يجب على كل صندوق من صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة تعيين أمين للصندوق، الذي يُعدّ المالك القانوني للأصول في الصندوق ويحتفظ بالأصول لصالح ملاك وحدات الصندوق. كما يحمي الأمين مصالح المستثمرين عن طريق عدد من المهام منها تطبيق الرقابة على قرارات مدير الصندوق. ويتولّى أيضاً مسؤولية إنشاء وحدات جديدة للصندوق. ويكون أمناء الصناديق عادةً منظماتٍ يستطيع ملاك الوحدات ائتمانها على أصولهم، وغالباً ما تكون هذه المنظمات عبارةً عن مصارف ضخمة أو شركات تأمين.

وعلى غرار صناديق الاستثمار الأخرى، إنّ السعر الذي يدفعه المستثمر للاشتراك في صندوق الوحدات المفتوح أو يحصل عليه عند بيع حصّته يتوقّف على صافي قيمة أصول المحفظة المُدارة. لكنّ تسعير الوحدات عموماً في صناديق الوحدات المفتوحة يحصل على أساس التسعير الثنائي بدلاً من التسعير الأحادي المُعتد في صناديق سيكاف.

- يجري تحديد قيمة المحفظة المُدارة في صناديق الوحدات المفتوحة يومياً بحسب سعري العرض والطلب للاستثمارات المكوّنة للمحفظة الاستثمارية.
- وتنتج عن ذلك قيمتان لصافي أصول المحفظة: تمثّل الأولى القيمة التي يمكن أن تباع عندها استثمارات المحفظة، بينما تُمثّل الأخرى تكلفة الشراء.
- وتُستخدَم هاتان القيمتان بعد ذلك لحساب سعريين منفصلين: الأول سعر بيع المستثمرين لوحداتهم، والآخر السعر الذي يدفعه المستثمرون لشراء الوحدات.

ولهذا السبب، تُوصف صناديق الوحدات المفتوحة بأنها ثنائية التسعير. فلها سعرٌ للعرض يحصل عليه المستثمر في حالة البيع، وآخر للطلب يدفعه المستثمر الذي يرغب في شراء الوحدات من الصندوق. ويُعرف الفرق بين الاثنين بالفارق بين سعر البيع وسعر الشراء [بالإنجليزية: bid-offer spread].

وتضيف صناديق الوحدات المفتوحة أي رسوم أولية مفروضة على الراغبين في الاشتراك في الصندوق إلى سعر العرض المعلن عنه.

## ٢-٢-٣ شركات الاستثمار المفتوحة (OEICs)

تُعدّ شركات الاستثمار المفتوحة نموذجاً آخر لصناديق الاستثمار في أوروبا، وتمثّل صيغة من صيغ شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغيّر التي تُصمّم في هيكل شركةٍ ويحمل المستثمرون أسهماً فيها.

ويُستخدَم مصطلح صناديق الاستثمار المفتوحة على نطاق واسع في المملكة المتحدة، بينما يُستخدم لوصفها في أيرلندا مصطلح (VCC) variable capital company [حرفياً: شركة برأس مال متغيّر]، ولها هيكل مشابهة لصناديق

## صناديق الاستثمار

سيكاف، كما تشبه صناديق سيكاف وصناديق الوحدات المفتوحة من ناحية السماح للمستثمرين الراغبين في البيع والشراء بالتعامل مباشرةً مع الصندوق.

وتتمثل الخصائص الرئيسية لشركات الاستثمار المفتوحة بالأطراف المعنية بالصندوق وآلية تسعيره:

- عند إنشاء صندوق الاستثمار المفتوح، يجب تعيين مدير شركة مفوض (Authorized Corporate Director) (ACD) وشركة إيداع (depository)، حيث يتحمل مدير الشركة المفوض مسؤولية الإدارة اليومية للصندوق، بما في ذلك إدارة الاستثمارات وتحديد قيمة الصندوق وتسعيره والتعامل مع المستثمرين. وقد تقوم الشركة التي تتولى إدارة الصندوق بهذه المهام بنفسها أو توكلها إلى طرف ثالث متخصص.
- تُحفظ استثمارات الصندوق لدى شركة إيداع مُتخصصة تتولى المسؤولية عن الاستثمارات لصالح ملاك وحدات الصندوق وتُشرف على نشاطات مدير الشركة المفوض. وتؤدي شركة الإيداع دوراً يشبه دور أمين الصندوق في صناديق الوحدات المفتوحة؛ إذ تُعد المالك القانوني لاستثمارات الصندوق، بينما تُعد شركة الاستثمار المفتوحة نفسها المالك المستفيد من الاستثمار، وليس ملاك الوحدات.

أما القائم على سجل ملاك الوحدات فهو مدير الشركة المفوض.

ويحق لشركات الاستثمار المفتوحة الاختيار بين أن تكون أحادية أو ثنائية التسعير، لكن معظمها يختار التسعير الأحادي. والمقصود بالتسعير الأحادي هنا استخدام متوسط أسعار الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية في السوق بغرض الوصول إلى سعر واحد يستخدمه المستثمرون للبيع والشراء على السواء. وبفضل استخدام طريقة التسعير هذه، لا تتوافر للصندوق إمكانية تحصيل نفقات التداول والعمولات، لذلك تُحدد قيمة هذه النفقات على نحو منفصل لكلِّ معاملة على حدة. كما تجدر الإشارة إلى أن الصندوق يتقاضى رسم الاشتراك الأولي على نحو منفصل عند المقارنة بين التسعير الأحادي والتسعير الثنائي.

### ٣ - شركات الاستثمار المغلقة

#### الأهداف التعليمية

- ١-٣-٧ معرفة خصائص شركات الاستثمار المغلقة (ذات رأس المال الثابت): فئات الأسهم، والرفع المالي، وصناديق الإستثمار العقاري المتداولة
- ٢-٣-٧ معرفة معنى الخصم والعلاوة في ما يتعلّق بتسعير شركات الاستثمار المغلقة
- ٣-٣-٧ معرفة آليات تداول أسهم شركات الاستثمار المغلقة

تُعدّ شركات الاستثمار المغلقة نموذجاً آخر لصناديق الاستثمار. فعند تأسيس الشركة للمرة الأولى، يصدر عدد معيّن من الأسهم للاكتتاب العام وتداول هذه الأسهم بعد ذلك في سوق للأوراق المالية. فإذا أراد المستثمرون لاحقاً شراء الأسهم، يمكنهم شراء الأسهم المعروضة للبيع في السوق.

وهكذا يبقى رأس مال الصندوق ثابتاً، فلا يزداد حجمه ولا يقلص كما يحدث في صناديق الاستثمار المفتوحة. ولهذا السبب، يُشار إلى هذه الصناديق على أنها صناديق مغلقة بغرض تمييزها عن صناديق الاستثمار المشترك وصناديق سيكاف وصناديق الوحدات المفتوحة وشركات الاستثمار المفتوحة.

### ٣-١ خصائص شركات الاستثمار المغلقة

توجد شركات الاستثمار المغلقة في كلِّ من الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا.

#### ٣-١-١ الولايات المتحدة الأمريكية

في الولايات المتحدة، يُشار إلى هذه الشركات باسم الصناديق المغلقة، وهي واحدة من الأنواع الثلاثة الرئيسية لشركات الاستثمار إلى جانب صناديق الاستثمار المشترك (راجع الفقرة ٢-١) وصناديق الوحدات الاستثمارية المغلقة.

في الولايات المتحدة، تأتي الصناديق المغلقة في أشكال عدّة وقد تكون لها أهداف واستراتيجيات استثمار مختلفة ومحافظ استثمارية مُتنوّعة. كما يمكن أن تختلف من حيث المخاطر والرسوم والتغيرات في قيمة صافي أصول الصندوق. ويُسمح لهذه الصناديق بالاستثمار في كميات أكبر من الأوراق المالية غير السائلة مقارنةً بصناديق الاستثمار المشترك (الورقة المالية غير السائلة عموماً عبارة عن ورقة مالية لا يمكن بيعها في غضون سبعة أيام بالسعر التقريبي الذي يستخدمه الصندوق عند تحديد صافي قيمة الأصول). وبفضل هذه الميزة، تُصنّف الصناديق التي تسعى إلى الاستثمار في الأسواق حيث تكون الأوراق المالية غير السائلة ضمن مجموعة الصناديق المغلقة.

أما النوع الرئيسي الآخر لشركات الاستثمار الأمريكية فهو صناديق الوحدات المغلقة (Unit Investment Trust UITs)، التي لا تُداول محفظتها الاستثمارية على نحوٍ نشط، بل تشتري محفظةً ثابتة الحجم نسبياً من الأوراق المالية- قد تحتوي المحفظة على سبيل المثال، على خمسة أو عشرة أو عشرين من الأسهم أو السندات المحددة- وتحفظ بها طوال عمر الصندوق بدون أي تغيير أو مع تغييرٍ طفيف فقط بها.

وكما هي الحال في الصناديق المغلقة، تطرح هذه الشركة مبدئياً وحداتها للاكتتاب العام الأولي، غير أن القائمين على الصندوق يديرون سوقاً ثانوياً يتيح لملاك الوحدات إمكانية بيعها مرةً أخرى إلى القائمين على الصندوق، كما تسمح لمستثمرين آخرين شراء الوحدات من إدارة الصندوق.

#### ٣-١-٢ أوروبا

في أوروبا، تُعرف صناديق الاستثمار المغلقة عادةً بمصطلح "investment trusts" وأصبح يُشار إليها مؤخراً باسم "شركات الاستثمار" أو "الشركات الاستثمارية".

كانت صناديق الاستثمار المغلقة إحدى طلائع صناديق الاستثمار التي أُنشئت. فقد أُسس أول صندوق منها في المملكة المتحدة في ستينيات القرن التاسع عشر. وفي الحقيقة لا يزال هذا الصندوق قائماً حتى يومنا هذا، ويُطلق عليه اسم صندوق الاستثمارات الأجنبية والاستعمارية، ويُعدُّ هذا الصندوق عالمياً حيث يستثمر في أكثر من ٣٠ سوقاً ويبلغ حجم استثماراته المُدارة ملياري جنيه إسترليني.

برغم تسمية هذه الصناديق على هذا النحو، إلا أنها تُعدّ بمثابة شركات وليست صناديق استثمار. ومن ثم، فإن لكل منها مجلس إدارة وملاك وحدات. لكنها تشبه صناديق الوحدات المفتوحة من ناحية الاستثمار في مجموعةٍ متنوّعة من الاستثمارات، ما يتيح لملاك وحداتها تنويع استثماراتهم والحد من مخاطرها.

وتشتمل بعض شركات الاستثمار المغلقة على أكثر من نوع واحدٍ من الأسهم. فقد تُصدِر مثلاً الأسهم العادية والأسهم الممتازة، ويُشار إلى هذا النوع منها عموماً بـ "صناديق الاستثمار ذات رأس المال المجزأ".

## صناديق الاستثمار

وبخلاف شركات الاستثمار المفتوحة وصناديق الوحدات المفتوحة، يُسمح لصناديق الاستثمار المغلقة بالاقتراض الطويل الأجل بواسطة سحب القروض المصرفية أو إصدار السندات أو كليهما. وهذا يُمكنها من استثمار الأموال المقرضة لشراء مزيدٍ من الأوراق المالية والأسهم، وهي عملية تُعرَف باسم الرفع المالي أو الرافعة المالية. ولبعض صناديق الاستثمار هذه أجلٌ مُحدَّد يجب عليها بحلوله إنهاء أعمالها وتصفية الشركة.

### ٢-٣ فئات الأسهم

قد تصدر بعض شركات الصناديق الاستثمارية كلاً من الأسهم العادية والأسهم الممتازة (الأفضلية). ويصدر صندوق استثمار رأس المال المجزأ، والذي له فترة محددة، فئات أخرى من الأسهم مثل أسهم الأسهم الممتازة (الأفضلية). وعلى سبيل المثال، يقوم صندوق الاستثمار بإصدار كل من الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

ويمكن إصدار الأسهم الممتازة بشروط مختلفة، مثل الأسهم الممتازة القابلة للتحويل التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية أو أسهم ممتازة بدون أرباح. وكما يوحي الاسم، لا تحقق الأسهم الممتازة بدون أرباح و عوضاً عن ذلك يحصل المستثمر على العوائد التي حققتها هذه الأسهم متمثلة في فرق السعر الذي دفعه المستثمر والمبلغ الذي يتلقاه عند سداد الأسهم في تاريخ مستقبلي محدد.



### ٣-٣ التسعير والخصم والعلاوة

سعر الوحدة هو المبلغ الذي يكون المستثمر على استعداد لدفعه مقابل شرائها. وينطبق هذا على شركات الاستثمار المغلقة.

لذا، تُحسب أسعار الوحدات في شركات الاستثمار المغلقة بطريقة مختلفة تماماً عن أسعار الوحدات في الصندوق المفتوح.

يجب أن نتذكر أن الوحدات في صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة تُباع وتشتري بواسطة مدير الصندوق وبسعر يُحدّد على أساس قيمة الاستثمارات المُكوّنة للصندوق. كما تُباع الوحدات وتُشتري في شركات الاستثمار المفتوحة عن طريق مدير الشركة المُفوضّ بسعر يُحتسب على أساس قيمة الاستثمارات المُكوّنة للصندوق أيضاً.

لكن الوضع يختلف بالنسبة لسعر وحدة شركة الاستثمار المغلقة، لأن قيمتها قد تختلف عن قيمة الاستثمارات المُكوّنة للمحفظة، إذ يجري تقييم المحفظة يومياً وتُعطى التفاصيل المتعلقة بصافي قيمة أصولها يومياً لسوق الأوراق المالية التي أُدرجت الشركة فيها. لكن سعر الوحدات المتداولة يُحدّد على أساس العرض والطلب، وقد يكون أعلى أو أدنى من صافي قيمة الأصول.

ويُشار إلى التداول الحاصل بسعر أعلى من صافي قيمة الأصول بمصطلح التداول بعلاوة. أما إذا كان سعر الوحدة أقل من صافي قيمة الأصول، فيقال إن الصندوق يتداول بخصم على قيمة الأصول المُدارة.

#### مثال

تُداول وحدات صندوق الرائد الاستثماري المغلق بسعر ٢,٣٠ جنيه إسترليني، بينما يبلغ صافي قيمة أصوله ٢,٠٠ جنيه إسترليني لكل وحدة. نستنتج من ذلك أن الأسهم تُداول بعلاوة، وأن هذه العلاوة تبلغ ١٥٪ من صافي قيمة الأصول المُدارة.

#### مثال

تُداول وحدات صندوق الغد الاستثماري المغلق بسعر جنيه إسترليني واحد، في حين يبلغ صافي قيمة الأصول ١,٠٥ جنيه إسترليني لكل وحدة. وبالتالي نستنتج أن الوحدات تُداول بخصم قدره ٤,٧٦٪ على صافي قيمة الأصول المُدارة.

عادةً ما تُداول وحدات صناديق الاستثمار المغلقة بخصم على صافي قيمة الأصول.

وهناك عدّة عوامل تسهم في تحديد قيمة الخصم، وتختلف هذه العوامل من شركة استثمار لأخرى، كما أنها تؤثر على العائد. فعلى سبيل المثال، قد يعزّز سعر الخصم عائد توزيعات الأرباح لشركة الاستثمار المغلقة. لا يزال هناك الكثير من الجدل حول السبب الفعلي للخصم في صناديق الاستثمار المغلق، مثل شركات صناديق الاستثمار. قد يكمن أحد الأسباب في سوء الأداء عند إدارة الصندوق أو زيادة رسوم الإدارة بشكل مُبالغ فيه. وترجح إحدى النظريات القائمة منذ السبعينيات بأن صناديق الاستثمار يمكن تداولها بخصم في حالة تقاضي المدير رسوماً. كما يوجد اقتراح مفاده أنه إذا قام مدير

## صناديق الاستثمار

الصناديق بفرض رسوم على المستثمرين ولكنهم لم يتمكنوا من إضافة قيمة إلى استثماراتهم، فمن المحتمل أن تكون قيمة الصندوق أقل من صافي قيمة الأصول. ومن ضمن العوامل الأخرى التي تم تحديدها بصفتها عوامل مساهمة في الخصم هي إمكانية فرض ضرائب على الأرباح داخل الصندوق (الأرباح غير المحققة التي قد تتحقق يوماً ما) وأخيراً تكاليف الوكالة التي قد تختلف حسب مشكلات الوكالة أو الخلافات التي قد تنشأ بسبب المصالح المختلفة بين الوكلاء (الذين يتولون إدارة الصندوق) والمديرين (المساهمين الذين لديهم حصة ملكية في الصندوق). ما يتم ملاحظته بشكل عام هو انخفاض قيمة الخصم (أو قد تظهر علاوة حتى) مع اقتراب نهاية العمر القانوني لصندوق الاستثمار أو عند اتخاذ قرارات استراتيجية مهمة مثل الاندماج أو الاستحواذ.

### ٣-٤ التداول في وحدات صناديق الاستثمار المغلقة

على غرار أسهم الشركات الأخرى المدرجة في البورصة، تُباع وحدات صناديق الاستثمار المغلقة وتُشترى في أسواق الأوراق المالية مثل سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) أو سوق لندن للأوراق المالية (LSE).

### ٣-٥ صناديق الاستثمار العقارية المتداولة (Real Estate Investment Trusts)

تتمتع صناديق الاستثمار العقارية المتداولة أو صناديق الريتس (Real estate investment trusts REITs) بحضور قوي في دول عديدة مثل الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وأستراليا وكندا وفرنسا، حيث تصل قيمة هذه السوق إلى أكثر من ٤٠٠ مليار دولار عالمياً.

وتُصنّف هذه الصناديق على أنها شركات استثمار عادية تجمع أموال المستثمرين بغرض الاستثمار في العقارات التجارية عموماً والعقارات السكنية أحياناً.

ومن الملامح الرئيسية لصناديق الاستثمار العقارية المتداولة أنها تُتيح فرصة الحصول على عوائد العقارات المستثمرة وتجنب الازدواج الضريبي الذي كان موجوداً في السابق. فحتى زمن قريب، كان على المستثمر الذي يمتلك أسهم شركة عقارية دفع ضريبتين: ضريبة الدخل على توزيعات أرباح الأسهم والأرباح الرأسمالية بالإضافة إلى ضريبة الشركات. أما اليوم، فقد تغير الوضع بموجب القواعد الجديدة الخاصة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة، وأسقط الالتزام بدفع ضريبة الشركات بشرط استيفاء شروط معينة، وبذلك أصبحت الضريبة تقتصر على توزيعات الأرباح التي يحصل عليها المستثمر.

تتيح صناديق الاستثمار العقارية المتداولة للمستثمرين الوصول إلى استراتيجيات الاستثمار العقاري المحترف، وقد تتيح لهم فرصاً جديدة كالاستثمار في العقارات التجارية، ما يُنوع المخاطر التي قد تنجم عن الاستثمار العقاري المباشر.

كما تتغلب هذه الصناديق على نوع آخر من المخاطر المرتبطة بالاستثمار المباشر في العقارات، وهي مخاطر التسييل أي مقدار سهولة بيع العقارات وشرائها. وتُصنّف صناديق الاستثمار العقاري ضمن مجموعة صناديق الاستثمار المغلقة، وتُدرج في أسواق الأوراق المالية، وتُباع وحداتها وتُشترى على غرار غيرها من صناديق الاستثمار المغلقة.

## ٤- صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة (Exchange-Traded Funds)

### الهدف التعليمي

١-٤-٧ معرفة الخصائص الأساسية لصناديق المؤشرات المتداولة في البورصة: التداول؛ أساليب المحاكاة؛ التركيبية وغير التركيبية

صندوق المؤشرات المتداول في البورصة (Exchange-Traded Fund ETF) هو صندوق استثمار يهدف في العادة إلى تعقب مؤشر معين في سوق الأوراق المالية مثل مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ (S&P 500)، حيث يشتري المستثمر أسهماً في هذا الصندوق تكون مُدرجة في البورصة مثل صناديق الاستثمار المغلقة. وفي الآونة الأخيرة، تم إصدار هذه الصناديق التي تتعقب مؤشرات مبنية خصيصاً لتمثيل، على سبيل المثال، أداء الصناديق المُدارة بالاستراتيجية النشطة (الفعالة). غير أنّ صناديق المؤشرات المتداولة تختلف عن صناديق الاستثمار المغلقة من حيث كونها في الواقع "صناديق مفتوحة"، فقد ينمو الصندوق بازدياد عدد المستثمرين فيه ويتقلص حجمه عند سحب المستثمرين لأموالهم منه.

وتستخدم صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة استراتيجية إدارة الاستثمار غير النشطة (غير الفاعلة)، وهذه طريقة لإدارة المحافظ الاستثمارية التي تهدف إلى مطابقة أداء المحفظة مع أداء أحد مؤشرات السوق الأشمل. ويُوصف أسلوب استثمارها بأنه غير نشط لأن مدير المحفظة الاستثمارية لا يتخذ القرارات المتعلقة بشراء الأوراق المالية أو بيعها، بل يقوم بالاستثمار في الأوراق المالية نفسها المكوّنة للمؤشر. ولذا، فإنه يسعى إلى بناء محفظة استثمارية تعكس المؤشر الذي تتعقبه، بحيث يقتصر نشاطه على التداول بما يضمن توافق أداء المحفظة الاستثمارية مع المؤشر فحسب.

تعتمد معظم الصناديق التي تتعقب المؤشرات على المؤشرات التي تُرجّح بالقيمة السوقية، مثل مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ (S&P 500) أو مؤشر فوتسي ١٠٠ (FTSE 100)، حيث تكون لأبرز الأسهم في المؤشر من حيث القيمة السوقية الأثر الأكبر على قيمة المؤشر. ويسعى الصندوق إلى تعقب المؤشر باستخدام المحاكاة إما المادية أو التركيبية.

تُعدّ المحاكاة المادية (أو الفعلية) النموذج التقليدي لمجارة المؤشر، وهو الأسلوب المفضّل لدى كبار مزودي صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة وأعرقهم. وتستخدم المحاكاة المادية للمؤشر عادة إحدى الاستراتيجيات الثلاث الآتية:

١. **المحاكاة الكاملة:** يتطلب هذا الأسلوب التملك في كل مُكوّن من مكوّنات المؤشر الذي تجري محاكاته وفقاً لوزنه في المؤشر. وعلى الرغم من أن المحاكاة الكاملة تتسم بدقتها، إلا أنها الأكثر تكلفةً بين الأساليب الثلاثة، لذا فإنها تلائم فعلياً المحافظ الاستثمارية الضخمة.
٢. **المحاكاة باستخدام العينة الطبقيّة:** تتطلب هذه الاستراتيجية تملك عينة ممثلة عن الأوراق المالية من كل قطاع من قطاعات المؤشر. وعلى الرغم من أن هذا الأسلوب يُعدّ أقل تكلفةً، إلا أن غياب التحليل الإحصائي يحدّ من موضوعيته وقد يشجّع على التحيز تجاه تلك الأسهم التي يُتوقع أن تحقق أداء متميزاً في المستقبل.
٣. **استراتيجية تحقيق الحد الأمثل:** يُعدّ هذا الأسلوب أقلّ تكلفةً من أسلوب المحاكاة الكاملة للمؤشر، إلا أنه من الناحية الإحصائية أكثر تعقيداً، إذ يستخدم هذا الأسلوب تقنية نمذجة حاسوبية معقدة لإيجاد عينة تمثيلية لتلك الأوراق المالية التي تحاكي الخصائص العامّة للمؤشر الذي يتعقبه الصندوق.

## صناديق الاستثمار

أما المحاكاة التركيبية، فتتطوي على دخول الشركة التي تدير الصندوق في عقد مبادلة (مشتق مالي خارج الأسواق الرسمية) مع أحد الأطراف النظيرة في السوق لتبادل العوائد على المؤشر مقابل دفعة مالية معينة. وتكمن ميزة هذه الطريقة في تمرير مسؤولية تعقب أداء المؤشر إلى مُزوّد عقد المبادلة، وتكون التكاليف أقلّ بكثير. في المقابل، يتعرّض المستثمر لمخاطر تخلف الطرف الآخر في عقد المبادلة عن الوفاء بالتزاماته.

وقد تُتداول صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة بعلاوة أو بخصم على الاستثمارات المُكوّنة لمحفظة الاستثمارية، لكنّ الفارق محدود عادةً. فسرّ الأسهم المُكوّنة للصندوق يعكس جوهرياً قيمة الاستثمارات في المحفظة. ويستلم المستثمر الأرباح على هيئة توزيعات أرباح يدفعها صندوق الاستثمار، مع إمكانية تحقيق خسائر أو أرباح رأسمالية.

ويحصل تداول أسهم صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة عن طريق وسيط في أسواق الأسهم، ويستلزم دفع الرسوم الآتية:

- ثمة فارق بين سعري البيع والشراء. وعادةً ما يكون هذا الفارق صغيراً جداً، فلا يتجاوز ٠,١ أو ٠,٢٪ في صندوق المؤشرات المتداول الذي يتعقب مؤشر فوتسي ١٠٠ مثلاً
- رسم إدارة سنوي يُحسم من الصندوق، ولا يتجاوز عادةً ٠,٥٪.
- عمولة وساطة يدفعها المستثمرون عند البيع والشراء.

## ٥- صناديق الاستثمار البديلة (Alternative Investment Funds)

### ١-٥ صناديق التحوط

#### الهدف التعليمي

١-٥-٧ معرفة الخصائص الأساسية لصناديق التحوط: المخاطر المحتملة؛ التكلفة والسيولة؛ استراتيجيات الاستثمار

تشتهر صناديق التحوط بارتفاع مستوى مخاطرتها، غير أنّ هذا المفهوم يتناقض مع الواقع في كثير من الحالات. فقد نشأت صناديق التحوط في صورتها الأصلية بهدف التخلص من مخاطر السوق أو تخفيف حدّة أثرها. أما اليوم فتعمل هذه الصناديق باستراتيجيات مختلفة: بعضها يعزف عن المخاطرة وبعضها الآخر يُوظف استراتيجيات عالية المخاطرة. لذا كان من غير الحكمة إطلاق الأحكام وتعميمها على هذه الصناديق كافة.

تتمثل أبرز مخاطر السوق بالمخاطر التي يواجهها المستثمرون في الأسهم: فمع هبوط الأسعار في السوق عموماً، تنخفض قيمة أسهم المستثمر أيضاً. تسعى صناديق التحوط التقليدية ذات "العائد المُطلق" إلى تحقيق الربح بصرف النظر عمّا إذا كانت الأسواق تتخذ مساراً صاعداً أو هابطاً، وذلك عن طريق الانتقاء الحذر لمجموعة من فئات الأصول بما فيها المشتقات المالية، وممارسة عمليات البيع والشراء على المكشوف في آن معاً (بيع الأسهم التي لا يملكها الصندوق على أمل شرائها من جديد بسعر أدنى عند انخفاض السعر في السوق).

لكن بفضل الابتكارات الحديثة، نتجت مجموعة كبيرة من الاستراتيجيات المعقّدة في صناديق التحوط، يركّز بعضها على تحقيق عوائد معزّزة بالاقتراض (تستخدم درجة عالية من الرفع المالي) أكثر مما يركّز على الحدّ من مخاطر السوق.

وتتطلب العديد من صناديق التحوط مستويات مرتفعة من الاستثمار الأولي، مما يعني أن الاستثمار في تلك الصناديق يقتصر على المؤسسات والمستثمرين ذوي الأرصدة المالية الكبيرة.

وتتمتّع صناديق التحوط بالخصائص العامة الآتية:

- **الهيكل:** تنشأ معظم صناديق التحوط على هيئة صناديق استثمار جماعية غير مرخصة، وبالتالي فإنها لا تخضع لقوانين تنظيمية محدّدة. ونتيجة لذلك، لا يمكن تداولها بين المستثمرين الأفراد لأنها تُعدّ استثمارات محفوفة بالمخاطر بالنسبة للمستثمر غير الخبير في هذا المجال.
- **ارتفاع الحدّ الأدنى للاشتراك في الصندوق:** تتطلّب معظم صناديق التحوط حدّاً أدنى من الاستثمارات يزيد على ٥٠٠ ألف دولار، بل إنّ الحدّ الأدنى للاشتراك في بعضها يزيد على مليون دولار.
- **مرونة الاستثمار:** بما أنّ صناديق التحوط لا تخضع للقوانين التنظيمية، تستطيع هذه الصناديق الاستثمار في أيّ من الأصول المتوافرة في السوق (بشرط الالتزام بالقيود المنصوص عليها في العقد الأساسي ونشرة الاكتتاب الخاصة بالصندوق). وبالإضافة إلى قدرتها على بيع الأوراق المالية (مثل الأسهم والسندات) وشراؤها على المكشوف، يمكنها أيضاً الاستثمار في السلع الأساسية والعملات. وتهدف استراتيجيات الاستثمار التي تتبناها هذه الصناديق عادةً إلى تحقيق عوائد مطلقة - أي عوائد موجبة بصرف النظر عن الاتجاه العامّ للأسواق.
- **التعزيز بالاقتراض أو الرفع المالي (Gearing):** يلجأ كثير من صناديق التحوط إلى الاقتراض، كما يستخدم كثير منها المشتقات المالية سعياً وراء تعزيز عوائد الصندوق.
- **السيولة:** تسعى صناديق التحوط عادةً إلى زيادة مساحة حرية الاستثمار المتاحة لمدير الصندوق إلى أقصى حدّ عبر "تجميد أموال المستثمرين" أو التقييد المبدئي لحرية التصرف في رأس المال لمدة زمنية محدّدة تتراوح ما بين شهر وثلاثة أشهر قبل أن تسمح للمستثمرين ببيع استثماراتهم. إنّ من شأن هذا أن يزيد التعرّض لمخاطر تقلبات الأسعار في السوق ويضعف القيمة (الاسمية) للاستثمار عدّة مرّات (يُعرّف هذا أيضاً باسم الزافعة المالية).
- **التكلفة:** تفرض صناديق التحوط عادةً رسوماً مشروطة بحسن أداء الصندوق يدفعها المستثمر عندما يتجاوز أداء الصندوق مستويات معيّنة. وفي حال عدم الوصول إلى ذلك المستوى، يسدّد المستثمر رسوماً تماثل تلك التي تتقاضاها صناديق الاستثمار الأخرى. وقد تصل الرسوم المرتبطة بالأداء إلى مستويات مرتفعة جداً، وليس مستبعداً أن تبلغ ٢٠٪ أو أكثر من صافي أعلى مستويات جديدة للأرباح التي قد يُحقّقها الصندوق (القيمة العظمى للأرباح على مدار العام).

## ٢-٥ صناديق الملكية الخاصة (Private Equity)

### الهدف التعليمي

٢-٥-٧ معرفة الخصائص الرئيسية لصناديق الملكية الخاصة: جمع التمويل؛ تحقيق الأرباح الرأسمالية

تُعرّف صناديق الملكية الخاصة بأنها تمويل متوسط أو طويل الأجل لقاء حصّة في شركات يُتوقّع أن تحقّق نمواً ملحوظاً في المستقبل. وقد تأخذ عدّة أشكال، بدءاً من توفير رأس المال اللازم لتأسيس الشركة وصولاً إلى الشراء التام لحصّة مسيطرة في الشركة.

## صناديق الاستثمار

بالنسبة للشركة، يختلف جذب رؤوس الأموال الخاصة للاستثمار فيها تماماً عن عملية الاقتراض، حيث تُستثمر هذه الأموال الخاصة لقاء حصة في رأس مال الشركة، وبالتالي فإنّ العوائد التي يحقّها المستثمرون، بوصفهم حملة أسهم في الشركة، تعتمد على نمو الشركة وقدرتها على تحقيق الأرباح. من هنا، فإنهم عرضة لمخاطر إفلاس الشركة، تماماً على غرار حملة الأسهم الآخرين.

في المقابل، تُحقّق شركات الاستثمار في الملكية الخاصة أرباحاً كبيرة في حال ازدهار الشركة، وعادةً ما تحصد عائدها الرئيسي في هيئة أرباح رأسمالية عند خروجها من الاستثمار. وقد يشتمل ذلك على ما يأتي:

- بيع شركة الملكية الخاصة أسهمها مجدداً إلى إدارة الشركة المُستثمر فيها؛ أو
- بيع شركة الملكية الخاصة أسهمها إلى مستثمرٍ آخر قد يكون شركة أخرى من شركات الملكية الخاصة؛ أو
- البيع المباشر، أي بيع أسهم الشركة إلى شركة أخرى؛ أو
- إدراج شركة الملكية الخاصة في أسواق الأسهم الرسمية.

تجمع صناديق الملكية الخاصة رأس مالها من مصادر متنوعة، تأتي في مقدمتها كبرى المؤسسات الاستثمارية. فقد ترغب هذه المؤسسات في إيداع أموالها في عهدة صندوق الملكية الخاصة بغرض الاستفادة من خبرات الشركة في العثور على فرص الاستثمار الجيدة.

ويستطيع عدد قليل من الأفراد أو المؤسسات تحمّل مخاطر الاستثمار المباشر في عمليات فردية لشراء حصة مسيطرة في إحدى الشركات. لذا فإنهم عوضاً عن ذلك يستخدمون الصناديق المشتركة لتنويع مخاطر الاستثمار. وقد جرت العادة على تحقيق ذلك عبر الاستثمار في صناديق الاستثمار المغلقة مثل صندوق ثري آي (3i) وشركة إلكترا للملكية الخاصة (Electra Private Equity).

وفي ظلّ تنامي حجم الأموال المُستثمرة في هذه الفئة من فئات الأصول، استُحدثت طرقٌ مبتكرة للاستثمار فيها. فمثلاً يختلف هيكل صناديق الاستثمار في الملكية الخاصة عن هياكل صناديق الاستثمار التقليدية للأفراد، إذ تستخدم هياكل شركات محدودة تشترط حدوداً دنياً مرتفعة للاستثمار أو صناديق استثمار مطروحة للاكتتاب الخاص (placement funds). وعلى غرار صناديق التحوط، تفرض هذه الصناديق قيوداً عموماً على التوقيت الملائم لإمكانية بيع المستثمر لاستثماراته وتحقيق الأرباح.

## أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية ثم تأكد من صحة الأجوبة بالعودة إلى الفقرة ذات الصلة:

١. كيف يمكن أن يستفيد المستثمرون الأفراد من ميزة تجميع الاستثمارات عبر برامج الاستثمار الجماعي؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ١-١
٢. ماذا تُسمى استراتيجية إدارة الاستثمار حيث يسعى المدير إلى تحقيق العوائد عبر محاكاة المؤشرات؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٢-١
٣. ضمن أي فئة من أدوات الاستثمار الجماعي يُرجَّح أن نرى مدير الصندوق يعرض سعراً للبيع وآخر للشراء؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٢-٢
٤. كيف يختلف تداول صناديق الوحدات المفتوحة المُرخَّصة وتسويتها عن صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة  
مرجع الإجابة: الفقرتان ٢-٢-٢ و ٤
٥. من المالك القانوني للاستثمارات في شركات الاستثمار المفتوحة (OEIC)؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٢-٢
٦. ما أهم الفروق التي تميِّز صناديق الاستثمار المغلقة عن صناديق الوحدات المفتوحة المُرخَّصة وشركات الاستثمار المفتوحة (OEIC)؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-١-٣
٧. ما أداة الاستثمار المفتوحة التي تُتداول في سوق الأوراق المالية؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٤
٨. ما نوع أداة الاستثمار التي تعتمد بدرجة كبيرة على استراتيجية البيع على المكشوف؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٥

## الفصل الثامن

# اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

١. مقدمة ١٦٩
٢. الجرائم المالية ١٧٣
٣. التداول بناءً على معلومات داخلية وإساءة استخدام قواعد السوق ١٧٦
٤. النزاهة والسلوك الأخلاقي في الممارسة المهنية ١٧٩

يتضمن هذا الفصل قرابة ٥ أسئلة من أصل ٥٠ سؤالاً من أسئلة الاختبار



## اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

### ١- مقدمة

أصبح فهم اللوائح التنظيمية والضوابط المرتبطة بعالم الاستثمار أمراً في غاية الأهمية في أيامنا هذه. وسنستعرضُ معاً في هذا الفصل لمحة عامة عن هذه اللوائح عبر دراستها في سياقٍ دولي، ومن ثمَّ سنتطرقُ إلى الدور الأساسي الذي تؤديه النزاهة والسلوك الأخلاقي في قطاع الخدمات الماليّة.

### ١-١ أهمية القوانين التنظيمية

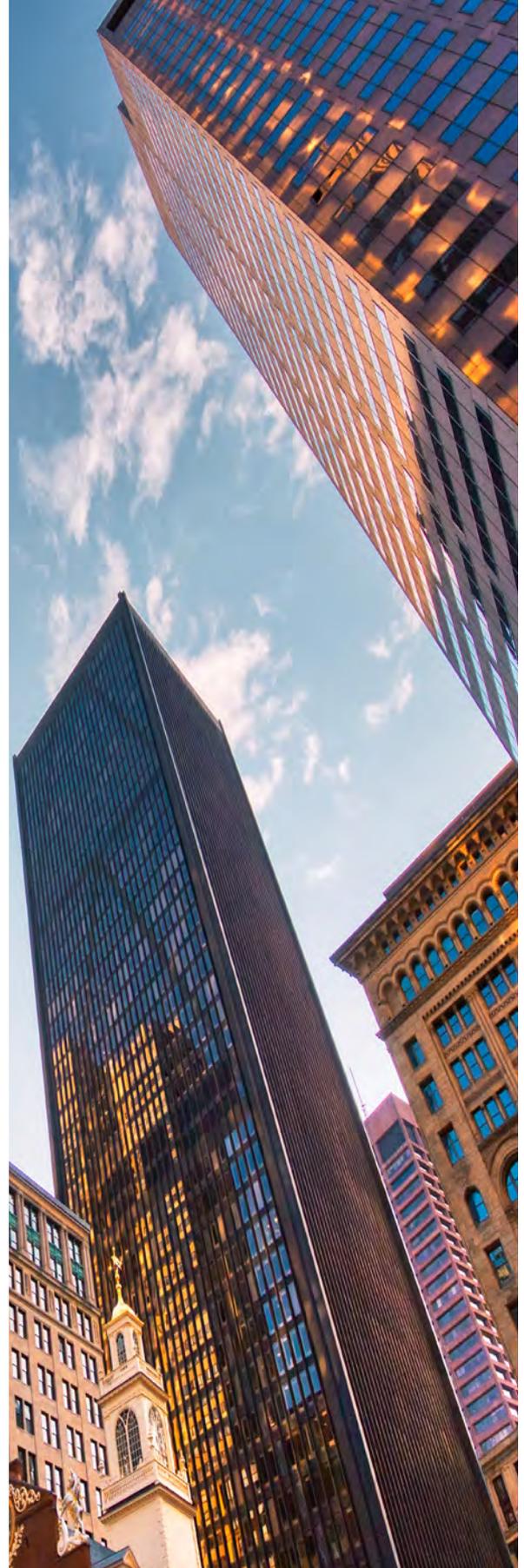
#### الهدف التعليمي

١-١-٨ فهم الحاجة إلى التنظيم والترخيص للشركات

في ظل مخاطر الخسارة المالية التي يُحتمل أن تنشأ من أنواع كثيرة من المعاملات المالية، لطالما وجدت الحاجة إلى وضع اللوائح التنظيمية وقواعد السلوك بغرض حماية مصالح المستثمرين خاصةً والناس عامةً، على الرغم من أن الالتزام بهذه القوانين لم يكن في الماضي أمراً ملحاً أو مطبقاً بحزمٍ على النحو الذي نراه اليوم.

ففي ظلّ تطوّر الأسواق، تنامت الحاجة إلى وضع قواعد ومعايير سلوكيّة مُتفق عليها بين الأطراف المشاركة في السوق كافةً وتوفير آليّة لتسوية النزاعات وحلّها بسهولة. وقد تطوّرت هذه الحاجة إلى ما يُعرّف اليوم بالتنظيم الذاتي، حيث يقوم أحد أسواق الأوراق المالية على سبيل المثال، إلى جانب دوره الأساسي في توفير سوق ثانوي لتداول الأسهم، بوضع مجموعة من القواعد لتنظيم عمل أعضائه ويحرص على التزامهم بها.

ومع تطوّر أسواق المال العالمية، برزت الحاجة إلى معايير مشتركة ومتطوّرة إلى جانب تعزيز التعاون الدولي. وهكذا بدأ التنظيم الذاتي يضعف تدريجياً، وتحوّلت معظم دول العالم نحو تبني نهج قانوني رسمي (أي وضع قوانين وقواعد تعد مخالفتها جرماً يستوجب العقاب). كما أسّست هذه الدول هيئاتها الرقابية المستقلة. ولتنسيق التعاون الدولي بين الهيئات الرقابية في الدول المختلفة، تم إنشاء منظّمة دولية دُعيت باسم المنظّمة الدولية لهيئات الأوراق المالية أو الأيسكو (IOSCO).



تضع هذه المنظمة الأهداف والمعايير التي تتبناها الهيئات التنظيمية في أرجاء العالم كلها لتكون بمثابة المعايير الأساسية التي تسترشد بها أسواق الأوراق المالية كافة. ويمكن أن نجد هذه المعايير والأهداف في معظم أنظمة الرقابة على الأوراق المالية. ونتيجة لذلك، أصبح اليوم قدر كبير من التعاون بين الهيئات التنظيمية للخدمات المالية حول العالم، حتى أنها تتجه تدريجياً نحو فرض معايير مشتركة. ولعل أفضل مثال على ذلك يبرز في قوانين مكافحة غسل الأموال.

تُشكّل الأسواق المالية الفاعلة جزءاً جوهرياً من اقتصادات الدول المتقدمة والنامية، إذ تدفع عجلة التطوير الاقتصادي وتساعد على تحقيق الثروات. وتعدّ الثقة بهذه الأسواق عاملاً حيوياً، حيث يمكن أن يؤدي فقدان الثقة إلى فشل الشركات المالية، ويحدث أثراً سلبياً في الاقتصاد عموماً، ما يؤدي بدوره إلى خسارة الوظائف وصعوبات اقتصادية شديدة.

لهذه الأسباب، تضع الدول قوانين وأنظمة لإدارة الإطار الذي يمكن للشركات والأفراد في قطاع الخدمات المالية العمل ضمنه. وتختلف المنهجيات التي تتبناها من دولة لأخرى، فهناك الأنظمة المستندة إلى القواعد والأنظمة القائمة على المبادئ والتنظيم الذاتي، لكنها تتفق جميعاً على مبدأ واحد هو الحاجة إلى شكل من أشكال الترخيص للشركات الراغبة في العمل ضمن القطاع.

فالهيئات التنظيمية تحدّد الحد الأدنى من المعايير المطلوبة للأطراف المشاركة في السوق، سواء عند الترخيص للبدء بممارسة نشاطها أو للاستمرار فيه بعدئذ. وتتطلب عملية الترخيص في العادة تقييماً شاملاً لصاحب الطلب للتأكد من أنه "مؤهل ولائق" لممارسة عمله، وتشمل مجالات مثل الأنشطة المراد الترخيص لممارستها، والمركز المالي للشركة، وملاءمة إدارتها العليا.

باختصار، يمكن تلخيص أهداف التنظيم وفوائده على النحو الآتي:

- زيادة الثقة بالأسواق والأنظمة والمنتجات المالية.
- ترسيخ بيئة تُشجّع على التنمية الاقتصادية وتحقيق الثروة.
- خفض مخاطر إخفاقات السوق والنظام المالي (والحدّ من عواقبها الاقتصادية).
- تعزيز حماية المستهلك، ومنحه الطمأنينة التي يحتاج إليها للدخار والاستثمار.
- خفض معدل الجرائم المالية عن طريق منع استغلال الأنظمة المالية بسهولة من قبل المجرمين.

## ١-١-١ الترخيص

تُجرّم اللوائح المالية المحلية عادة الشركات التي تقوم بتقديم الخدمات المالية داخل الدولة دون الحصول على ترخيص بذلك.

يتم منح التراخيص عادة من قبل الجهة التنظيمية المختصة المسؤولة عن قطاع الخدمات المالية الذي تعمل فيه الشركة. وتفحص الجهة (الجهات) التنظيمية كل طلب على حدة لتقييم مدى ملاءمة وأهلية الشركة ومدى استيفائها للحد الأدنى من الشروط المطلوبة. وقبل الموافقة على منح الترخيص، تأخذ الجهة التنظيمية في الاعتبار عادة عدة عوامل مثل إدارة الشركة وقوة مركزها المالي ومؤهلات موظفيها. وبعد العنصر الأخير من العناصر الضرورية خاصة بالنسبة للمناصب الرئيسية التي يتم تصنيفها في بعض الدول من قبل الجهات التنظيمية على أنها مناصب إدارية عليا أو غيرها من المناصب الرئيسية.

إن حرص الهيئات التنظيمية على منح التراخيص للشركات التي تتمتع بالمؤهلات الملائمة والمناسبة للعمل في قطاع الخدمات المالية من شأنه أن يساهم في استيفاء أهداف تعزيز الاستقرار المالي وتعزيز نزاهة النظام المالي وحماية المستهلكين.

#### الهدف التعليمي

٢-١-٨ فهم الأهداف الرئيسية للجهات التنظيمية في قطاع الخدمات المالية وأنشطتها

عادةً ما تتحمل الحكومات مسؤولية تحديد الدور الذي تؤديه الجهات التنظيمية، وعند قيامها بذلك فإنها تحرص بلا شك على تبني أفضل الممارسات الدولية عن طريق تنفيذ أهداف المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (الآيسكو) ومبادئها وتعزيز التعاون مع غيرها من الهيئات الدولية التنظيمية والمشفرة على هذه العملية.

وكمثالٍ على ذلك، تتعاون الحكومات الأوروبية إقليمياً لضمان العمل ضمن إطار تنظيمي يُشجع على تقديم الخدمات المالية عبر الحدود الأوروبية عن طريق وضع مقاييس موحدة أو تحقيق الانسجام والتوافق بين سياسات كل دولة من دول الاتحاد. هذا وتتعاون الهيئات التنظيمية في أوروبا معاً لتنسيق الأنشطة وصياغة القواعد التفصيلية المطلوبة لاستحداث القواعد التنظيمية التي تشمل أوروبا بأكملها عن طريق الهيئة الأوروبية للأوراق والأسواق المالية (European Securities and Markets Authority).

وفي آسيا، تتزايد أوجه الشبه بين الهيكل الأساسي للقوانين المتعلقة بالأوراق المالية ومضمونها من جهة والنموذج المتبع في معظم أنحاء العالم من جهة أخرى، إذ إن معظم دول هذه المنطقة تُعدّ أعضاء في منظمة الآيسكو وتلتزم بمبادئها المتعلقة بالقوانين التنظيمية للأوراق المالية. ولا يختلف الوضع في منطقة الشرق الأوسط كثيراً عن ذلك، حيث تتبنى الهيئات التنظيمية نماذج من أفضل الممارسات المتبعة في دول مثل المملكة المتحدة وأستراليا ثم تقوم بتعديلها بما يتناسب مع حاجات أسواقها المحلية.

وتحدد الحكومات عادةً مجموعة من الأهداف للجهات التنظيمية، وسنستعرض ملخصاً عن هذه الأهداف لدى عدد من الجهات التنظيمية في الجدول في الصفحة التالية. وبصورة عامة، تبرز الأهداف الرئيسية لهذه القوانين التنظيمية في أسواق العالم كلها في ما يأتي:

- تحقيق مبادئ العدالة والكفاءة والتنافسية والشفافية والانتظام في الأسواق وتعزيزها
- تعميق فهم العامة لآليات العمل في قطاع الخدمات المالية وفاعليته
- توفير الحماية للأفراد الذين يستثمرون أو يمتلكون المنتجات المالية
- خفض معدل الجريمة وسوء التصرف المهني في قطاع المال
- الحد من المخاطر الشاملة التي تؤثر في النظام الاقتصادي بأكمله
- المساهمة في الحفاظ على الاستقرار المالي في السوق عن طريق اتخاذ الخطوات المناسبة.

ولتحقيق هذه الأهداف، طوّرت الجهات الرقابية في أرجاء العالم كافة سلسلة من قواعد السلوك المهني لاستخدامها في وضع معايير العمل للأفراد والشركات على حدٍ سواء. وسنطلع معاً في الفقرة ٤-١ من هذا الفصل على مدونة قواعد السلوك الصادرة عن المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار (CISI) بوصفها مثالاً على دور الهيئات المهنية أيضاً في وضع معايير سلوكية مقبولة.

| اللجنة الصينية التنظيمية لسوق الأوراق المالية (CSRC)        | سلطة دبي للخدمات المالية (DFSA)  | المملكة المتحدة - الهيئة التنظيمية التحوطية (PRA) وهيئة مراقبة السلوك المالي (FCA)                      | هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC)   |
|---|--|---|--|
| الإشراف على أسواق الأوراق المالية وأسواق العقود المستقبلية  | تعزيز مبادئ الإنصاف والشفافية والكفاءة                                     | تعزيز أمان الشركات واستقرارها مع تسليط الضوء على الضرر الذي قد تحدثه الشركات إزاء استقرار النظام المالي | تعزيز الالتزام بالقوانين الفدرالية للأوراق المالية وفرض التقيد بها   |
| زيادة القدرة على التعامل مع الأزمات المالية والحدّ منها     | تعزيز الثقة بالقطاع المالي   | توفير درجة مناسبة من الحماية للمستهلك   | إقامة بيئة تنظيمية فاعلة   |
| إعداد اللوائح القانونية الخاصة بأسواق الأوراق المالية       | المحافظة على الاستقرار المالي وخفض المخاطر الشاملة التي تهدد القطاع بأكمله | تعزيز الكفاءة وحرية الاختيار في سوق الخدمات المالية   | تيسير حصول المستثمرين على المعلومات التي يحتاجونها لاتخاذ قرارات استثمارية حكيمة                                   |
| الإشراف على مؤسسات سوق الأوراق المالية                      | منع السلوكيات التي من شأنها إحداث الضرر في قطاع الخدمات المالية            | تعزيز النزاهة في النظام المالي والحفاظ عليها  | تعزيز أداء هيئة الأوراق المالية والبورصات عن طريق التنسيق الفعال لإدارة الموارد البشرية، والمعلومات، ورؤوس الأموال |
| التحقيق في انتهاكات قوانين الأوراق المالية ومعاقبة مرتكبيها | تعزيز فهم العامّة للخدمات المالية وحماية مستخدميها                         |   |  |

## ٢ - الجرائم المالية

### ١-٢ غسل الأموال

#### الأهداف التعليمية

- ١-٢-٨ معرفة معنى غسل الأموال ومراحل غسل الأموال والجرائم ذات الصلة
- ٢-٢-٨ معرفة كيفية استغلال الشركات/الأفراد كوسيلة لارتكاب الجرائم المالية: الاحتيال، الجريمة الإلكترونية، تمويل الإرهاب

يُقصد بغسل الأموال عمليّة تحويل "الأموال غير المشروعة" أو "الأموال المكتسبة من مصادر مشبوهة" (أي عن طريق نشاطات إجرامية غير مُصرّح عنها) إلى أموال تبدو في ظاهرها أنها أموال مُكتسبة من مصادر مشروعة.

يمكن أن يتخذ غسل الأموال أشكالاً عديدة منها:

- تحويل الأموال المكتسبة عن طريق النشاط الإجرامي إلى "أموال مشروعة"
- التعامل مع العوائد المكتسبة من الجرائم مثل السرقة والاحتيال والتهرب الضريبي
- التعامل مع البضائع المسروقة
- الصُّلوع المباشر في غسل أي ممتلكات ناتجة عن نشاطات إجرامية أو إرهابية أو تسهيل عملية غسلها
- استثمار المجرمين لمتحصّلات جرائمهم في مجموعة متنوّعة من المنتجات المالية.

وتشمل الأمثلة:

- أصدرت مجموعة العمل المالي (Financial Action Task Force) توصياتها الهادفة إلى وضع الحد الأدنى من المعايير للإجراءات التي ينبغي على مختلف دول العالم اتّخاذها من أجل ضمان تنسيق الجهود في مجال مكافحة غسل الأموال على المستوى الدولي. كما أصدر توصيات خاصة بمكافحة تمويل الإرهاب.
- المعايير الصادرة عن الهيئات الدولية التي تشجّع الشركات على إجراء التحريات الدقيقة اللازمة لتحديد هوية العملاء.
- العقوبات التي فرضتها منظمة الأمم المتّحدة بهدف حرمان أفراد ومنظّمات من بلدان محدّدة من التمتع بخدمات القطاع المالي.
- المبادئ الإرشادية الصادرة عن مجموعة وولفسبرغ المصرفية (Wolfsberg Group) في ما يتعلّق بتقديم الخدمات المصرفية الخاصّة وخدمات البنوك المراسلة وغيرها من الأنشطة، إلى جانب الإرشادات المماثلة الصادرة عن الهيئات التجارية الأخرى.

## ٢-١-١ مراحل غسل الأموال

تمرّ عملية غسل الأموال الناجحة بثلاث مراحل:

- **الإيداع النقدي Placement:** وتتضمّن هذه المرحلة إيداع الأموال المكتسبة من أنشطة غير مشروعة في حسابٍ مصرفيٍّ أو في مؤسسة ماليةٍ أخرى.
- **التمويه Layering [حرفياً: "وضع الطبقات"]:** وتتطوي هذه المرحلة على نقل الأموال من مصدرٍ إلى آخر على نحوٍ يتعدّر على السلطات الربط بين الأموال المودعة والشخص المستفيد منها. وقد تتطوي هذه العملية أيضاً على تمويه المصدر الرئيسي للأموال عن طريق بيع العملات الأجنبية أو الأسهم أو السندات وشرائها.
- **الدمج Integration:** وهذه تمثّل المرحلة الثالثة والأخيرة. بعد نجاح مرحلة التمويه التي يبدو المستفيد النهائي منها وكأنه شخصٌ أو هيئةٌ تمتلك أموالاً مشروعة (أي أموالاً "نظيفة")، يجري دمج هذه الأموال مرةً أخرى في النظام المالي والتعامل معها كما لو كانت مكتسبة من مصادر مشروعة.

تهدف الأحكام الخاصة بمكافحة غسل الأموال عموماً إلى تحديد الأنشطة المشبوهة عبر إجراءات تشمل جمع المعلومات الدقيقة عن العملاء والإبلاغ عن الشبهات في مرحلتَي الإيداع النقدي والتمويه.

بالإضافة إلى ذلك، فإنّ الشركات مطالبة بالاحتفاظ بالسجلات الضرورية للرجوع إليها متى اقتضت الحاجة.

## ٢-١-٢ تمويل الإرهاب

توجد أوجه تشابهٍ كبيرة بين حركة تمويل الإرهاب وغسل الأموال الناتجة عن أنشطة إجرامية. ونظراً لأن بعض المجموعات الإرهابية ترتبط بأنشطة إجرامية أخرى، فلا بدّ من وجود بعض التداخل بين تدابير مكافحة غسل الأموال والقواعد الهادفة إلى مكافحة تمويل الأعمال الإرهابية. لكن تختلف أنشطة تمويل الإرهاب عن أنشطة غسل الأموال الأخرى من ناحيتين، هما:

- لا يتطلب ارتكاب أعمال إرهابية غالباً سوى مبالغ مالية قليلة، ما يجعل كشفها وتتبع أثرها أكثر صعوبة.
- في حال استُخدمت أموال مشروعة لتمويل الأنشطة الإرهابية، فإنه من الصعب تحديد متى تصبح هذه الأموال تمويلًا للإرهاب.

لكن المنظمات الإرهابية تحتاج أحياناً إلى موارد مالية كبيرة، وتستخدم عادةً التقنيات الحديثة لإدارة هذه الأموال وتحويلها بين الدول المختلفة، وهي من هذه الناحية تشبه أنشطة غسل الأموال إلى حدٍّ كبير.

## ٢-٢ المجالات الأخرى للجرائم المالية

قد يجد الأفراد والشركات أنفسهم دون قصد هدفاً للمجرمين، وعليهم أن يدركوا إمكانية حدوث ذلك. أما المجال الذي ينبغي أن تتوافر لدى العاملين في قطاع الخدمات المالية معلوماتٌ عنه فهو إمكانية استهداف بيانات عملائهم بالسرقة لتسهيل الاحتيال عن طريق انتحال الشخصية وارتكاب جرائم إلكترونية.

يُعدّ تزوير الهوية أو سرقتها من أسرع أنواع الاحتيال انتشاراً في المملكة المتحدة.

- **تزوير الهوية:** استخدام هوية مسروقة من شخص آخر للقيام بنشاط إجرامي بهدف الحصول على سلع أو خدماتٍ عن طريق الخداع والتدليس. وينطوي ذلك عادةً على استخدام وثائق هوية مسروقة أو مزوّرة كجواز السفر أو رخصة قيادة السيارة.

## اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

• **سرقة الهوية** (يسمى أيضاً انتحال الشخصية) هو سرقة تفاصيل هوية شخص آخر (كالاسم، أو تاريخ الولادة، أو مكان الإقامة الحالي أو أماكن الإقامة السابقة)، من دون علمه أو موافقته، ومن ثم استخدامها لشراء سلع أو خدمات باسم ذلك الشخص.

تُعَدُّ هويَّةُ أيِّ شخص (وقدرته على إثباتها) مَقَوِّماً جوهرياً لجميع أنشطته التجارية، إذ تحتاج المنظمات إلى التحقق من هوية أيِّ شخص يتقدَّم بطلبٍ للحصول على خدمات الائتمان أو الاستثمار فضلاً عن التأكد من صحة المعلومات المتعلقة بمكان إقامته.

إن الإجراءات التي تستخدمها المنظمات للتحقق من صحة المعلومات التي يقدِّمها العملاء تساعد على الكشف عن معظم محاولات الاحتيال عن طريق تزوير الهوية، وتحويل دون وقوعها. مع ذلك، يجري قبول بعض الطلبات الاحتيالية أحياناً، وذلك بفضل التقنيات المعقدة التي يستخدمها المحتالون.

عندما يفتح المجرمون حسابات في البنوك والمنظمات المالية الأخرى، فإنهم يستخدمون عادة بيانات مسروقة من أشخاص حقيقيين لتوفير المعلومات اللازمة لملء الطلبات وغير ذلك، بحيث تبدو هذه المعلومات، عند التحقق من صحتها بالرجوع إلى قواعد البيانات العادية الخاصة بعناوين الإقامة والتصنيف الائتماني للأفراد، وكأنها تثبت فعلاً الطبيعة الحقيقية للطلب.

ويُعَدُّ الحصول على وثائق "استصدارية" - أي وثائق تتيح لحاملها استصدار (أو التقدم بطلب للحصول على) وثائق أخرى ومن ثم إنشاء سجل أو "تاريخ" له، يمكن أن يُقنع القائمين على عمليات التحري والتحقق من هوية العميل الأساسية. وقد يسارع المحتال إلى استخدام هذه المعلومات قبل أن يتنبه مصدر البيانات إلى سرقتها، وقد يستخدمها، مثلاً، وسيلةً للوصول إلى هويات أشخاص آخرين حتى لا يتنبه مصدر البيانات.

ومن أنواع الاحتيال الأخرى:

- **الاحتيال عبر الهاتف** - يستخدم المجرمون الخداع عبر الهاتف كوسيلة لإدامة الاحتيال المالي، إذ يتصل المجرم بضحيته مدعياً أنه قريب أو صديق أو شخص في موقع سلطة على سبيل المثال، ويخدعه ليرسل له المال.
- **الاحتيال عن طريق عدم تسليم المشتريات** - حيث يقبض المجرم المال المدفوع من العميل مقابل بضاعة يشتريها منه ولا يسلمها إياها أبداً.
- **عمليات الاحتيال الرومانسية** - يطور المجرم "علاقة عاطفية" مع ضحيته، عبر وسائل التواصل الاجتماعي عادةً بهدف سلبها أموالها في نهاية المطاف.

أما النوع الآخر من الجرائم الذي بات يشهد انتشاراً سريعاً فهو الجرائم الإلكترونية.

بالرغم من عدم الاتفاق على تعريف موحد للجريمة الإلكترونية، إلا أن وكالات إنفاذ القانون تميّز عموماً بين نوعين أساسيين من الجرائم المتعلقة بالإنترنت:

- **الجرائم الإلكترونية المتقدمة (أو جرائم التكنولوجيا المتقدمة)** - هجمات متطورة ومعقدة على أجهزة الكمبيوتر وبرامجه.
- **الجرائم التي تمكّنها الإنترنت** - اتخذ كثيرٌ من الجرائم "التقليدية" منحىً جديداً مع ظهور الإنترنت كالجرائم المرتكبة بحق الأطفال، والجرائم المالية، وحتى الإرهاب.

فيما مضى، كان معظم مرتكبي الجرائم الإلكترونية من الأفراد أو المجموعات الصغيرة. أما اليوم، فقد باتت السلطات تتعامل مع شبكات إلكترونية إجرامية شديدة التعقيد تجمع أفراداً من مختلف أنحاء العالم في الزمن الحقيقي لارتكاب جرائم على نطاق غير مسبوق. ويشهد العالم اتجاهات جديدة في الجريمة الإلكترونية على الدوام، ما يسبب خسائر للاقتصاد العالمي تُقدَّر تكلفتها بمليارات الدولارات.

تتحول المنظمات الإجرامية على نحوٍ متزايد نحو الإنترنت لتيسير أنشطتها، وتحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح في أقصر وقت ممكن. فالجرائم نفسها ليست جديدة بالضرورة- كالسرقة والاحتيال والمقامرة غير الشرعية وبيع الأدوية المغشوشة- لكنها تتطور بتطور الفرص المتوافرة على الإنترنت، وتصبح من ثم أوسع انتشاراً وأعظم ضرراً.

### ٣- التداول بناءً على معلومات داخلية والتلاعب بالسوق

#### ١-٣-١ التداول بناءً على معلومات داخلية

##### الهدف التعليمي

١-٣-٨ معرفة المخالفات التي تُصنَّف في بند تداول الشخص المطلَّع على المعلومات الداخلية للشركة وإساءة استخدام قواعد السوق والأدوات الماليَّة المشمولة بهذه المخالفة

عندما يتداول أعضاء مجلس الإدارة أو الموظفون في إحدى الشركات المُدرَّجة في السوق المالية بأسهم الشركة العاملين بها، يبرز احتمال ارتكابهم لمخالفة يُعرَّف باسم **التداول بناءً على معلومات داخلية**.

فقد يشتري مدير إحدى الشركات، على سبيل المثال، أسهماً بناءً على معرفته بتحسُّن أعمال الشركة على مدار الأشهر الستة الماضية على نحوٍ يفوق التوقُّعات في السوق، وذلك قبل نشر هذه المعلومات علناً. فالمدير يتمتَّع بميزة الاطلاع على هذه المعلومة لأنه يعمل "داخل الشركة". ويُعدُّ هذا التصرف مخالفةً قانونيةً في الأسواق كلها تقريباً، ويُعاقب مرتكبه بالغرامة المالية أو السجن أو كليهما معاً.

وقبل الحكم على تداول الشخص المطلَّع على المعلومات الداخلية للشركة، من الضروري تعريف هذا الشخص وتحديد ماهية هذه المعلومات والملابسات التي قد تُؤدِّي إلى هذه المخالفة.

والمقصود بالمعلومات الداخلية للشركة تلك المعلومات التي ترتبط بأوراق ماليَّة محدَّدة أو إحدى الجهات المُصدِّرة للأوراق الماليَّة (وليس بالأوراق الماليَّة أو الجهات المُصدِّرة للأوراق الماليَّة على وجه العموم)، حيث تتَّصف هذه المعلومات بأنَّها:

- مُحدَّدة أو دقيقة
- وليست متوافرة علناً
- ومن المرجَّح أن يترتَّب عن إفصاحها لعامة الناس آثار كبيرة في سعر الأوراق الماليَّة المعنية.

ويُشار إلى المعلومات الداخلية عموماً بأنَّها "معلومات غير منشورة ذات أثر على السعر"، ويُقال إن الأوراق المالية في هذه الحالة "أوراق ماليَّة مُتأثِّرة بالسعر". وتصبح هذه المعلومات معلوماتٍ عامَّةً عندما تُنشر علناً للاطلاع العام.

## اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

وقد تُصنّف المعلومات على أنها معلومات عامّة (علنيّة) حتى إن لم يكن ممكناً الحصول عليها سوى من قبل خبراء أو أشخاص يقومون بالتحريّ الدقيق بحثاً عن المعلومات (مثل التحليل الدقيق لحسابات الشركة أو البحث الدقيق في المكتبة). أما الشخص المُطَّلِع على معلومات تُؤثّر في السعر من مصدر داخلي، فيُدعى الشخص المُطَّلِع على المعلومات الداخلية للشركة، وقد يكون هذا الشخص:

١. قد حصل على المعلومات لكونه مديراً أو موظفاً أو حاملاً لأسهم إحدى الجهات المُصدرة للأوراق الماليّة
٢. قد اطّلع على المعلومة بحكم وظيفته في الشركة أو منصبه أو مهنته (كأن يعمل مُدقّقاً لحسابات الشركة مثلاً)
٣. قد جمع المعلومات عن طريق أحد السبيلين المذكورين أعلاه سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

تقع مخالفة التداول على أساس الاطّلاع على المعلومات الداخلية للشركة عندما يشتري الشخص المُطَّلِع على هذه المعلومات الداخلية غير المتوافرة علناً أو يبيع أوراقاً مالية تتأثّر بالسعر. كما تحدث أيضاً إذا حثّ هذا الفرد شخصاً آخر لتداول الأوراق الماليّة المتأثّرة بالسعر أو كشف عن المعلومات إلى شخص آخر (خارج إطار أدائه لمهامه الوظيفية).

أما الأدوات الماليّة التي تشملها أحكام التداول على أساس الاطّلاع على المعلومات الداخلية للشركة، فتوصف عموماً بمصطلح "الأوراق الماليّة"، وتتضمّن:

- الأسهم
- السندات الصادرة عن شركة خاصة أو إحدى منظمات القطاع العام
- عقود الكفالة
- شهادات الإيداع
- عقود الخيار (لشراء الأوراق الماليّة أو بيعها)
- العقود المستقبلية (لشراء الأوراق الماليّة أو بيعها)
- عقود فروق الأسعار (القائمة على الأوراق الماليّة أو أسعار الفائدة أو مؤشرات الأسهم).

وتجدر الملاحظة إلى أن تعريف "الأوراق الماليّة" لا يتضمّن عادةً السلع والمشتقات القائمة على السلع (مثل عقود الخيار والعقود المستقبلية على المنتجات الزراعيّة أو المعادن أو منتجات الطاقة)، أو وحدات الاستثمار في صناديق الاستثمار الجماعي المفتوحة.

### ٢-٣ التلاعب بالسوق

تؤدّي إساءة استخدام قواعد السوق إلى إلحاق الضرر بمصالح المستثمرين الماليين بصورة غير مشروعة، ويكون ذلك إما مباشرة أو غير مباشرة. وقد تشكّل تصرفات معيّنة، على غرار التداول بناءً على معلومات داخلية والتلاعب بالسوق، إساءة لاستخدام قواعد السوق.

تُعَدّ إساءة استخدام قواعد السوق مخالفة في القانون المدني يمكن أن تفرض الهيئة التنظيمية بموجبها الغرامات والعقوبات. كما أن التداول بناءً على معلومات داخلية والتلاعب بالسوق قد يشكّلان أيضاً جرمًا جنائياً تتم بمقتضاه الملاحقة القضائية.



وعلى سبيل المثال، تحظر اللوائح الأوروبية ولوائح المملكة المتحدة بصورة خاصة ثلاثة أنواع لإساءة استخدام قواعد السوق، ويخضع ذلك لبعض الاستثناءات، كما هو موضح أدناه.

- ينشأ التداول بناءً على معلومات داخلية عندما يستعمل شخص ما هذه المعلومات بغرض التداول، أو محاولة التداول، أو تقديم توصيات لشخص آخر أو حصّه على القيام بذلك.
- يتضمّن التداول شراء أو بيع أدوات مالية ترتبط بها المعلومات الداخلية، فضلاً عن إلغاء أوامر البيع أو الشراء أو تعديلها بعد الحصول على المعلومات الداخلية ذات الصلة بهذه الأداة المالية.
- يُعتبر الشخص الذي يستخدم عمليات التوصية والإقناع هذه أيضاً متداولاً بناءً على معلومات داخلية للشركة، حيث أنه يعلم، أو من المفترض علمه بأن هذه العمليات تستند إلى معلومات داخلية.
- في المملكة المتحدة، تقرر الهيئة التنظيمية المختصة ما الذي يُفترض به أن يكون على علم به في ظروف مماثلة.

### التداول بناءً على معلومات داخلية

## اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

|  |                           |
|--|---------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• ينص شرط الإفصاح العام على أن تقوم الجهات المُصدرة بإبلاغ الأفراد في أقرب وقت ممكن بالمعلومات الداخلية التي تتعلق بهم مباشرةً. وعندما يتم قبول أوراقها المالية للتداول في سوق يخضع للقوانين التنظيمية، يجب أن يتم الإفصاح أيضاً عن آلية التخزين المركزية المُعتمدة رسمياً.</li><li>• يجدر إعداد قوائم بالأشخاص المخولين بحق الإطلاع على معلومات داخلية والحفاظ عليها.</li><li>• يجب على أعضاء مجلس الإدارة وكبار المسؤولين التنفيذيين (والأشخاص المرتبطين بهم ارتباطاً وثيقاً) الذين يحق لهم الإطلاع على المعلومات الداخلية بصورة منتظمة، إخطار كل من الجهة المصدرة والهيئة التنظيمية المختصة بكل معاملات الحسابات المتعلقة بأسهم الجهة المُصدرة أو أدوات الدين أو المشتقات المالية أو الأدوات المالية الأخرى ذات الصلة.</li></ul>  | <b>شروط الإفصاح العام</b> |
| <p>يتمّ التلاعب بالسوق إذا كان الشخص يُقدم على أي من الأنشطة أو السلوكيات المحددة والتي تشمل:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• إعطاء إشارات خاطئة أو مضللة حول العرض أو الطلب أو السعر في ما يتعلّق بأداة مالية</li><li>• استخدام أجهزة افتراضية أو غيرها من أشكال الخداع أو التزوير التي يُحتمل أن تؤثر في أسعار الأدوات المالية</li><li>• نشر المعلومات التي تعطي، أو يُرَجَّح أن تعطي إشارات خاطئة أو مضللة بشأن العرض أو الطلب أو السعر في ما يتعلّق بالأدوات المالية؛ أو تضمن، أو يُحتمل أن تضمن، بلوغ الأسعار معدلات غير طبيعية أو اعتيادية، بما في ذلك نشر الشائعات مع العلم بأنّ المعلومات غير صحيحة أو مضللة</li><li>• بعض السلوكيات الأخرى بما في ذلك التعاون بغرض اتخاذ مركز مسيطر على العرض أو الطلب على ورقة مالية، أو استحداث ظروف تداول غير عادلة أخرى كالتداول القائم على الخوارزميات والتداول عالي التردد.</li></ul> | <b>التلاعب بالسوق</b>     |

## ٤ - النزاهة والسلوك الأخلاقي في الممارسة المهنية

### الهدف التعليمي

٤-١-٨ فهم المبادئ الأساسية للنزاهة المهنية والسلوك الأخلاقي في قطاع الخدمات المالية

قد يجد أيُّ إنسان نفسه عند مقترح طرق يفرض عليه الاختيار بين عدد من السلوكيات الأخلاقية، وقد يكون اختيار الصواب أمراً بسيطاً وواضحاً. غير أن العديد من المواقف تداولتها الأخبار عبر السنين عن تصرفات منافية للأخلاق بدرت عن أشخاص عقلاء من أصحاب المبادئ الأخلاقية.

على الرغم من وجود علاقة وثيقة بين المبادئ الأخلاقية والقوانين، إلا أنه لا ينبغي اعتبار المبادئ الأخلاقية مجموعة فرعية من اللوائح التنظيمية، بل إنها أمرٌ مهمٌ بحدّ ذاته.

وتتمكن الكثير من الشركات والأفراد في الالتزام بأعلى المعايير الأخلاقية من دون الشعور بالحاجة إلى وضع سياسات رسمية وإجراءات توثق الامتثال للمعايير الأخلاقية المقبولة، لا يمكن أن نفترض أن الوعي الأخلاقي يحدث تلقائياً. وبناءً عليه، إذا أردنا تحقيق أعلى معايير السلوك الأخلاقي في قطاعات العمل، لا بد أن نجد طريقةً لنشر نوع من الوعي الأخلاقي.

فإذا قبلنا بضرورة التلازم بين أقوالنا وأفعالنا، وُجِب علينا أولاً السعي إلى ترسيخ المنهج الأخلاقي الذي يقودنا تلقائياً للتفكير بعمق في كل قرار وكل موقف نواجهه في حياتنا اليومية حتى نتبين الصواب من الخطأ قبل اتخاذ أي قرار.

فكل إنسان معرضٌ لأن يواجه مواقف معينة في بيئة العمل حيث يضطر إلى اتخاذ قرار ما في الوقت الذي يصعب عليه أن يتبين ما إذا كان أداء المهمة التي كُلف بها في الواقع أمراً صائباً أم لا.

وقد صُممت قائمة الأسئلة الآتية لتساعدنا على اتخاذ القرار السليم في حالات كهذه. إسأل نفسك: هل القرار:

- **صريح** - هل الأشخاص جميعاً الذين سيتأثرون بسلوكك أو قرارك على اطلاع تام على هذا القرار، أو هل سيظلمون عليه؟
- **نزيه** - هل يتقيد قرارك بالقوانين أو اللوائح التنظيمية المعمول بها؟
- **شفاف** - هل الأطراف المعنية كلها على دراية بما يجري أو بما سيحدث في المستقبل؟
- **عادل** - هل العملية أو القرار عادلة/عادل تجاه كل واحدٍ من الأشخاص المعنيين؟

ومن أبسط الاختبارات وأكثرها شيوعاً لمعرفة ما إذا كان قرارك سليماً أم لا هو أن تسأل نفسك: "هل أنا مستعدٌّ للظهور في وسائل الإعلام للحديث عن هذا القرار أو العملية والدفاع عنه/عنها علانية؟"

## ٤-١ قواعد السلوك المهني واللوائح التنظيمية

### الهدف التعليمي

٣-١-٨ معرفة مدونة قواعد السلوك المهني الخاصة بالمعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار (CISI)

يُعدّ وضع مجموعة واضحة من معايير السلوك المهني وآليات تطبيقها شرطاً لازماً لأيّ قطاع حيث تكون الثقة إحدى سماته البارزة. وهذا ما يعلّل سبب الانتشار الكبير للهيئات المهنية في مجالات الصحة وإدارة الأصول - بوصفها قطاعات يكون فيها المستهلكون أكثر تأثراً بالأداء ولديهم توقّعات أعلى منها في عدّة مجالات أخرى.

ويوجد ضمن قطاع الخدمات المالية هيكلٌ معيّن حيث تفرض الهيئات الرقابية (راجع الفقرة ١-٢)، في معظم دول العالم، قوانين تنظيمية تفصيلية وإلزامية.

غير أنّ الهيئات المهنية العاملة في مجال الخدمات المالية قد طوّرت مدوّنتها الخاصة لقواعد السلوك التي يلتزم بها أعضاؤها. ويوضّح المخطّط الآتي عيّنة من نطاق المسؤوليات المنوطة بها.

## اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

بإدارة المعهد المُعتمَد للأوراق الماليَّة والاستثمار فعلاً إلى وضع مدوَّنة خاصة به لقواعد السلوك، ويُطلَب من أعضاء المعهد جميعاً الالتزام بها للارتقاء إلى مستوى المعايير المحدَّدة في إطار مبادئ المعهد.

وفي ما يأتي اقتباسٌ من مقدِّمة هذه المبادئ:

”تقع على عاتق المحترفين من العاملين في قطاع الأوراق المالية والاستثمار واجباتٌ مهمَّةٌ تجاه عملائهم والسوق والقطاع والمجتمع برُمَّته. وعندما تردُّ هذه الواجبات في نصِّ القانون أو اللوائح التنظيمية، يجب على هؤلاء الالتزام دائماً بها على نحوٍ صريحٍ وشفَّافٍ.

تستلزم عضويَّة المعهد المُعتمَد للأوراق الماليَّة والاستثمار من الأعضاء استيفاء المعايير المنصوص عليها في مدوَّنة المبادئ السلوكية الخاصة بالمعهد، حيث تفرض هذه المبادئ على الأعضاء واجب التصرُّف على نحوٍ يتجاوز مجرد الالتزام بالقوانين السارية“.

نلاحظ بوضوح ماهية السلوك المتوقَّع من الأعضاء في قطاع المال: ”التصرُّف على نحوٍ يتجاوز مجرد الالتزام بالقوانين السارية“، أي يجب علينا فهم واجب التصرُّف بنزاهة في كافة نواحي عملنا وعلاقاتنا المهنيَّة.

| أصحاب المصلحة  | المبادئ  |
|--|--|
| الذات، العملاء، والهيئات التنظيمية، وزملاء العمل، والمشاركين في الأسواق، والمؤسسة، والمهنة، والمجتمع | المساءلة الشخصية - السعي إلى الالتزام بأعلى مستويات المعايير الشخصية والمهنية في جميع الأوقات، والتصرف بنزاهة وصدق وتطبيق المهارات اللازمة والاجتهاد والعناية الواجبة لتجنب أي أفعال، قد تضر بسمعة مؤسستك أو هيئتك المهنية أو مهنة الخدمات المالية، سواء بشكل شخصي أو في بيئة العمل عن بُعد أو بيئة العمل الرقمية. |
| العملاء  | التركيز على العميل - وضع مصالح العملاء في المقام الأول من خلال معاملتهم بإنصاف، والتصرف بمثابرة وكيل أمين على مصالحهم، دون السعي أبداً للحصول على ميزة أو تحقيق مصلحة شخصية من المعلومات السرية التي يتم الحصول عليها واستخدام بيانات العملاء فقط لغرض محدد.   |
| العملاء، والمشاركين في السوق، والهيئات التنظيمية   | تعارض المصالح - الحذر من أي تعارض في المصالح الشخصية أو غيرها من أشكال تعارض المصالح وإدارته بشكل فعال وعادل، والامتنال للتشريعات واللوائح قدر الإمكان، والحرص على التعاون مع جميع الهيئات التنظيمية التي تخضع لها، ومعارضة السلوك غير القانوني أو السلوك غير الأخلاقي والإبلاغ عنه.                               |
| العملاء، والمشاركين في السوق   | احترام المشاركين في السوق - معاملة جميع الأطراف المقابلة وشركاء الأعمال باحترام، ومراعاة المعايير المناسبة لنزاهة السوق والممارسات الجيدة والسلوك والسرية المطلوبة للحفاظ على أعلى مستوى من الثقة المتبادلة.   |
| المهنة، والعملاء، والزملاء   | التطوير المهني - السعي المستمر لتحقيق التميز المهني، والالتزام بالتطوير المهني المستمر وتعزيز تطوير الآخرين ودعمهم.  |
| العملاء، والمهنة، والمشاركين في السوق  | إدراك القدرات - رفض التصرف في أي مسألة لست مؤهلاً أو تملك الكفاءة اللازمة للقيام بها إلا في حالة التمكن من الحصول على المشورة أو المساعدة اللازمة لتنفيذ العمل بطريقة مهنية، مع مراعاة طبيعة الصلاحيات الفردية الممنوحة لك من العملاء والأطراف المقابلة.   |
| المجتمع، وزملاء العمل، والعملاء، والهيئات التنظيمية، والمشاركين في السوق، والمهنة، والهيئات المهنية  | احترام الآخرين والبيئة - معاملة الجميع بإنصاف واحترام، ودعم منح الفرص للجميع، واحتضان التنوع والشمول والتأكد من مراعاة التأثير البيئي لعملك.   |
| المجتمع، وزملاء العمل  | التحدث والاستماع - أن تكون فعالاً في التحدث وتشجيع الآخرين على القيام بذلك من خلال الاستماع، وتعزيز بيئة آمنة للجميع وإدراك المسؤوليات التي تتحملها تجاه المجتمعات التي تعمل فيها.   |

## أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحة الأجوبة بالعودة إلى الفقرة ذات الصلة:

١. ما الهدف الذي أنشئت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (الآيسكو) لتحقيقه؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ١-١
٢. أذكر ثلاثة من الأهداف المشتركة للجهات التي تمارس الرقابة على الخدمات المالية عالمياً.  
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-١
٣. ما المراحل الثلاث لغسل الأموال؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ١-١-٢
٤. ما المقصود بمصطلح "المعلومات الداخلية للشركة"؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٣
٥. ما فئات الأوراق المالية التي تنطبق عليها القواعد المتعلقة بتداول الشخص المطلع على المعلومات الداخلية للشركة؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٣
٦. ما أنواع السلوكيات التي قد تؤدي إلى اتهام شخص ما بإساءة استخدام قواعد السوق؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٣



الفصل التاسع

# المنتجات المالية الأخرى

|     |                        |
|-----|------------------------|
| ١٨٧ | ١ . صناديق التقاعد     |
| ١٨٩ | ٢ . القروض             |
| ١٩٤ | ٣ . القروض العقارية    |
| ٢٠١ | ٤ . التأمين على الحياة |

يتضمن هذا الفصل قرابة ٥ أسئلة من أصل ٥٠ سؤالاً من أسئلة الاختبار



## ١ - صناديق التقاعد

### الهدف التعليمي

- ١-١-٩ معرفة المزايا التي توفرها برامج التقاعد
- ٢-١-٩ معرفة الخصائص الرئيسية لصناديق التقاعد وخصائص المخاطر المتعلقة بها: صناديق التقاعد الحكومية؛ صناديق التقاعد المهنية (برامج المزايا (أو المنافع) المحددة؛ برامج المساهمات (أو الاشتراكات) المحددة)؛ برامج التقاعد الشخصية

### ١-١ مقدمة

تمثل صناديق التقاعد والمنزل الذي يسكنه الفرد الأصول الرئيسية بحوزة كثير من الأفراد.

يُعرف صندوق التقاعد بأنه صندوق استثماري يساهم فيه الفرد طيلة مدة حياته المهنية قبل التقاعد عادةً بغرض توفير مبلغ كبير يحصل عليه المنتفع من الصندوق عند التقاعد بالإضافة إلى راتب تقاعد سنوي يتم دفعه بعد ذلك. وتتميز اشتراكات التقاعد في عدة دول بالكفاءة الضريبية بصورة عامة، بمعنى أنها تخفض المبلغ الخاضع للضريبة من دخل الفرد فتتخفف بالتالي قيمة ضريبة الدخل المدفوعة. وتوفر الحكومات عادةً هذه المزايا الضريبية لتشجيع الأفراد على التخطيط لتأمين احتياجاتهم مع التقدم في السن. وغالباً ما تخضع معاشات التقاعد نفسها لضريبة الدخل عندما يتلقاها المتقاعدون.

### ٢-١ صناديق التقاعد الحكومية

تتوافر صناديق التقاعد الحكومية في عدة دول لتزويد المتقاعدين بالأموال التي تعينهم على تدبير أمور معيشتهم بعد التقاعد.

وتختلف بالطبع هذه الصناديق من دولة إلى أخرى، لكن تجمعها إحدى الخصائص المشتركة ألا وهي أن الحكومة تدفع رواتب التقاعد الحكومية من دخلها للعام الحالي، من دون أي استثمار لتلبية الاحتياجات المستقبلية.

تعدّ هذه المسألة مشكلة خطيرة في كثير من دول العالم، لا سيما مع ارتفاع متوسط عمر الفرد بعد التقاعد، الأمر الذي يضع



الحكومات أمام قضايا كبيرة تتعلق بالتمويل. ففي المملكة المتحدة مثلاً، من المتوقع أن تنخفض معدلات الإعالة (ويُقصد بها عادةً نسبة المواطنين العاملين إلى أولئك الذين لا يعملون، مثل المتقاعدين) إلى ٣:١ بحلول عام ٢٠٣٠، وإلى ٢,٥:١ بحلول عام ٢٠٥٠، ما يعني أنه بحلول عام ٢٠٥٠، إما سيتعين على كل عاملٍ دعمُ اثنين تقريباً من المتقاعدين، أو سينخفض الدعم المتوافر للفرد الواحد بشكل ملحوظ، أو قد يكون الحل مزيجاً من هذين الاثنين.

لكن الدول النامية، مثل الهند، تتميز بنسب إعالة منخفضة نسبياً بسبب ارتفاع نسبة الشباب بين سكانها نسبياً. وبالتالي، تواجه هذه الدول تحدياً مختلفاً يتمثل في إيجاد وسيلة لإنشاء نظام تقاعد شامل، باشتراكات معقولة وعادلة، وآلية للاستعداد للتقاعد في المستقبل في ظل تحسُّن مستويات المعيشة وازدياد الثروة.

### ٣-١ صناديق التقاعد المهنية

تُعدّ برامج التقاعد المهنية من أقدم أنواع الصناديق التي ظهرت استكمالاً لصناديق التقاعد الحكومية. تُدار صناديق التقاعد في الشركات أو برامج التقاعد المهنية من قبل الشركات لصالح موظفيها.

ومن أهم مميّزات هذه البرامج:

- تساهم جهات العمل في الصندوق (علماً بأن بعض برامج التقاعد التي تديرها الشركات لا تتطلب أي مساهمات من الموظف ويُطلق على هذه البرامج "برامج التقاعد غير الإسهامية").
- غالباً ما تكون تكاليف تشغيل الصندوق أقل من تكاليف تشغيل برامج التقاعد الشخصية. وتتحمل جهة العمل هذا العبء عادةً.
- يجب أن تتأكد جهة العمل من أن صندوق التقاعد يُدار بطريقة جيدة. ويجب عليها في حالة برامج المزايا المحددة سُدًى أي عجز في تمويل الصندوق.

وفي برامج التقاعد المهنية، تقدّم جهة العمل مساهماتٍ للصندوق بالنيابة عن الموظفين لديها. فعلى سبيل المثال، قد يوفر أحد هذه البرامج للموظف نسبة تعادل ٤٠/١ أو ٦٠/١ من راتبه النهائي عن كل سنة من سنوات الخدمة في الشركة، ويستطيع الموظف بعد ذلك التقاعد بمعاش سنوي يرتبط بحجمه بعدد سنوات الخدمة والراتب الذي كسبه. يُعرّف هذا النوع من برامج التقاعد المهني باسم نظام التقاعد القائم على الراتب النهائي أو نظام المزايا المحددة. وقد توقّفت كثير من جهات العمل في القطاع الخاص عن توفير مثل هذه البرامج المهنية للموظفين الجدد بسبب ارتفاع متوسط العمر المتوقع للفرد وفي ظل تقلّب عوائد الاستثمار والآثار المترتبة عن هذه العوامل على تمويلهم لهذه البرامج.

بدلاً من ذلك، أصبحت برامج التقاعد المهنية المتوافرة للموظفين الجدد تركز عادةً على أساس المساهمات (الاشتراكات) المحددة، حيث يتحدّد حجم المعاش التقاعدي بحسب الاشتراكات المدفوعة والأداء الاستثماري للصندوق. وفقاً لهذا النوع من البرامج التقاعدية، يتم إنشاء صندوق استثماري، ويتحدّد مبلغ الراتب الذي سيحصل عليه الفرد عند التقاعد بحسب قيمة الصندوق وقيمة المعاش التقاعدي الذي يمكن أن ينتجه.

يُعدّ ارتفاع التكاليف والمخاطر المرتبطة بتوفير نظام المزايا المحددة أحد الأسباب وراء إغلاق أبواب الاشتراك في هذه الصناديق أمام الموظفين الجدد في العديد من الشركات، حيث أصبحت هذه الشركات توفر برامج قائمة على أساس المساهمات المحددة فقط للعاملين فيها. ومن المزايا الرئيسية لبرامج التقاعد القائمة على أساس المساهمات المحددة - لدى مقارنتها ببرامج المزايا المحددة - بالنسبة لأرباب العمل إزاحة مسؤولية الأداء الضعيف للصندوق عن عاتق جهة العمل وإلقاؤها على عاتق الموظفين الذين يحصلون في هذه الحالة على معاشٍ تقاعدي أقل.

### ٤-١ برامج التقاعد الشخصية

تُعرف برامج التقاعد الخاصة أو الشخصية بأنها خطط تقاعد فردية، وهي عبارة عن برامج تقاعد بمساهمات محددة يمكن أن يستخدمها العاملون لدى الشركات التي لا تقدّم برامج تقاعد خاصة بها، كما يمكن استخدامها بالإضافة إلى برنامج التقاعد في الشركة ومن قبل أصحاب الأعمال الحرة.

وفي الحقيقة يوجد العديد من أرباب العمل الذين ينظّمون برامج تقاعد شخصية لموظفيهم بواسطة الاتفاق على ترتيبات إدارة هذه البرامج مع شركة تأمين أو شركة لإدارة الأصول. وقد يسهم أيضاً أرباب العمل هؤلاء في برامج التقاعد الشخصية للموظفين العاملين لديهم.

أما بالنسبة للأفراد وأصحاب الأعمال الحرة من الراغبين في التخطيط لتقاعدهم الذين لا تتوفر لديهم إمكانية الاشتراك في برامج التقاعد المهنية أو برامج التقاعد الشخصية التي ترتبها جهات العمل، أو ممن لديهم انقطاع في دفع اشتراكات التقاعد بسبب تغيير الوظائف والانقطاعات عن العمل، فيجب عليهم أن يتدبّروا التخطيط لمعاشاتهم التقاعدية. ويتم ترتيب ذلك غالباً عبر إحدى شركات التأمين أو إدارة الأصول بحيث يستطيع الفرد أن يختار من بين مجموعة متنوعة من صناديق الاستثمار المعروضة أمامه.

تظهر المسؤولية الرئيسية التي تقع على عاتق الفرد عند اشتراكه في أي من برامج التقاعد الخاصة في اختياره لصندوق الاستثمار أو الأرصة المباشرة في برنامج التقاعد الذي تديره إحدى شركات التأمين أو إدارة الأصول. وبالتالي يتحمّل الفرد مسؤولية متابعة أداء استثماراته والحكم على ما إذا كانت كافية لتلبية احتياجاته عند التقاعد أم لا.

### ١-٤-١ حسابات التقاعد الفردية

لا توجد حسابات التقاعد الفردية (Individual Retirement Accounts IRAs) سوى في الولايات المتحدة، وتُعدّ عملياً نوعاً من نظام التقاعد الشخصي، يفتحها دافعوا الضرائب من الأفراد الذين يسدّدون الاشتراكات حتى حدّ معين تكون عنده مُعفاة من الضرائب جزئياً. وتُطبّق الإعفاءات من الضرائب على حسابات التقاعد الفردية بما يناسب دخل الفرد والشريحة الضريبية التي يقع ضمنها، ومقدار التغطية بالخطة التقاعدية التي يربعاها ربّ عمله.

## ٢- القروض

### الهدف التعليمي

١-٢-٩ معرفة أوجه الاختلاف بين القروض المصرفية والسحب على المكشوف والاقتراض بواسطة البطاقات الائتمانية

٤-٢-٩ معرفة أوجه الاختلاف بين الاقتراض المضمون وغير المضمون

### ١-٢ أنواع الاقتراض

يمكن للأفراد الاقتراض من المصارف أو المؤسسات المالية الأخرى بثلاث طرق رئيسية:

- السحب على المكشوف
- الاقتراض عن طريق البطاقات الائتمانية
- القروض المصرفية.

## ٢-١-١ السحب على المكشوف

يُصدّ بالسحب على المكشوف أن يسحب الشخص مبلغاً من المال يتجاوز المبلغ الموجود في حسابه المصرفي، فيوصف حسابه في هذه الحالة بأنه أصبح حساباً مكشوفاً.

يُعدّ السحب على المكشوف مرخصاً إذا كان المبلغ المسحوب في نطاق حدود معينة متفق عليها مسبقاً مع المصرف. أما إذا لم يُتفق عليها مسبقاً أو إذا تجاوز المبلغ المسحوب الحدّ المتفق عليه، فيقال إن السحب على المكشوف غير مرخص به.

تكون أسعار الفائدة على عمليات السحب على المكشوف غير المرخص بها مرتفعة جداً، حيث يدفع صاحب الحساب عادةً سعر فائدة عالٍ يُفرض على المبلغ المُقترض بالإضافة إلى رسوم معينة. كما يمكن للمصرف أن يرفض الاعتراف بالشيكات المكتوبة على الحساب المكشوف غير المرخص به، ويشار إلى هذه الشيكات على أنها شيكات "مرتجة" (Bouncing Cheques). وفي بعض الدول، يُعدّ إصدار شيك من دون وجود رصيد كافٍ بحساب الفرد مخالفة في القانون الجنائي.

ويخضع السحب على المكشوف المرخص به مسبقاً من قبل المصرف إلى سعر فائدة أقل نسبياً، وتسمح بعض المصارف بالسحب على المكشوف لمبالغ صغيرة من دون فرض رسوم لتجنّب استياء العميل في حال قيامه بالسحب على المكشوف لمبلغ زهيد نسبياً نظراً إلى عدم التزام التوقيت بين المدفوعات الواردة وتلك الصادرة.

وتُعدّ عمليات السحب على المكشوف طريقة سهلة للاقتراض لكنها باهظة الثمن، ويجب على المقترضين أن يحاولوا الحدّ من استخدامهم لها والاقتصار على استخدامها مؤقتاً فقط مع تجنّب السحب على المكشوف غير المرخص به قدر الإمكان.

## ٢-١-٢ الاقتراض عن طريق البطاقات الائتمانية

تُعدّ البطاقات الائتمانية من أكثر أدوات الاقتراض شيوعاً واستخداماً على الإطلاق من قبل الأفراد في الولايات المتحدة وفي عدّة دول أخرى، حيث تصدر بطاقات الائتمان عن المصارف والمؤسسات المالية، كما تصدر عن محلات البيع بالتجزئة أيضاً، غير أنّ استعمال البطاقات الائتمانية أقل شيوعاً بكثير في دول أخرى ومن بينها معظم أنحاء أوروبا.

يمكن استخدام البطاقة الائتمانية على نطاقٍ واسعٍ لسداد ثمن المشتريات من السلع مثل الطعام والأجهزة الكهربائية والوقود وتذاكر السينما. ويحصل بائع التجزئة على مستحقاته من الشركة التي أصدرت البطاقة الائتمانية مقابل السلع المُباعة، علماً بأن الشركة تفرض رسماً صغيراً على بائع التجزئة، لكنّ هذا النظام يتيح للمحل التجاري بيع بضاعته لعملائه باستخدام بطاقاتهم الائتمانية من دون الحاجة إلى الاحتفاظ بمبالغ نقدية كبيرة في المتجر.

يستلم العملاء كل شهر عادةً كشف حسابٍ من الشركة التي أصدرت بطاقة الائتمان. وباستطاعة العميل أن يسدّد المبالغ المستحقة عليه كاملة للشركة أو نسبة مئوية معينة فقط من مجموع المبلغ المستحقّ، وفي هذه الحالة تفرض الشركة نسبة فائدة على الرصيد المتبقي والمستحقّ على العميل لحين قيامه بالسداد.

يُعدّ سعر الفائدة المفروض عموماً على بطاقات الائتمان أعلى نسبياً من سعر الفائدة على أشكال الاقتراض الأخرى، بما في ذلك السحب على المكشوف. أما إذا سدّد صاحب البطاقة للشركة الرصيد المستحقّ كله شهرياً، فإنه لا يدفع أي فوائد على الإطلاق. ومن الشائع أن تسعى شركات بطاقات الائتمان إلى جذب عملاء جدد عن طريق تقديم بطاقات ائتمان بسعر فائدة صفرية عند تحويل أرصدهم من بطاقات شركات أخرى إلى الشركة وكذلك عند الشروع باستخدام بطاقة جديدة لسداد ثمن المشتريات الجديدة لمدة زمنية محددة، تصل غالباً إلى ستة أشهر.

## ٢-١-٣ القروض

يمكن تقسيم القروض إلى مجموعتين: قروض مضمونة وقروض غير مضمونة.

تُستخدم القروض غير المضمونة عادةً في شراء السلع الاستهلاكية، حيث تقوم الجهة المقرضة في هذا النوع من القروض بفحص مستوى الجدارة الائتمانية للمقترض، أي تقييم قدرته على سداد قيمة القرض والفوائد المستحقة عليه خلال المدة المتفق عليها (٤٨ شهراً مثلاً) من دخله الشهري مع أخذ نفقاته القائمة الأخرى في الاعتبار.

كذلك تجدر الإشارة إلى أنّ هذا النوع من القروض لا يرتبط بالسلعة المشتراة بواسطة القرض (بخلاف قروض الرهن العقاري التي سنتطرق إلى دراستها في الفقرة ٣)، بحيث يصعب على الجهة المانحة للقرض إلزام المقترض بالسداد في حال تأخره عن السداد. ولا يكون أمام الجهة الممولة التي تمنح قرضاً غير مضمون إلا اتخاذ الإجراءات القانونية لاسترداد المال المقترض في حال تعثر المقترض وعجزه عن السداد.

### مثال

اقترض سمير مبلغ ١٠,٠٠٠ دولار أمريكي بدون ضمان لمدة ٣٦ شهراً وذلك لشراء مطبخ جديد. وبعد ثلاثة أشهر، خسر سمير وظيفته ولم يعد قادراً على سداد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه. لا تستطيع الجهة المانحة للقرض في هذه الحالة الاستيلاء على المطبخ لاستعادة النقود لأن القرض غير مضمون، وليس أمامها حلّ سوى التفاوض مع سمير لإعادة جدولة المدفوعات أو الشروع بالإجراءات القانونية ضده لاستعادة المبالغ المستحقة عليه.

من الشائع أن تكون القروض الممنوحة لشراء عقارات قروضاً مضمونة. ويُشار إلى هذه القروض باسم القروض العقارية. وبفضل الضمان الذي تحصل عليه الجهة المانحة للقرض، غالباً ما يكون سعر الفائدة أقل مما هو عليه في أنواع الاقتراض الأخرى، مثل عمليات السحب على المكشوف والاقتراض غير المضمون. أمّا في حال التخلف عن سداد القروض المضمونة، فيمكن للجهة المانحة الاستيلاء على العقار المستخدم ضماناً للقرض.

### مثال

اقترضت سلمى مبلغ ٥٠٠,٠٠٠ دولار أمريكي لشراء منزل، واستخدمت المنزل ضماناً للقرض العقاري. فإذا فقدت سلمى وظيفتها وعجزت عن الاستمرار بدفع الأقساط والفائدة على القرض، تستطيع الجهة المانحة للقرض الاستيلاء على المنزل لاسترداد المال بما أن القرض مضمون بالعقار. وإذا سلكت الجهة المانحة للقرض هذا المسار، يُباع المنزل وتحصل هذه الجهة على المبلغ المستحق لها وتعطي الباقي (إن بقي شيء) لسلمى.

لمزيد من التفاصيل حول القروض العقارية، راجع الفقرة ٣.

## ٢-٢ أسعار الفائدة

### الهدف التعليمي

- ٢-٢-٩ معرفة الفرق بين سعر الفائدة المعروض (أو المعلن) على الاقتراض وسعر الفائدة السنوي الفعلي للاقتراض
- ٣-٢-٩ التمكن من حساب سعر الفائدة السنوي الفعلي للقرض على أساس سعر الفائدة المعروض ومعدل تكرار الأقساط

رأينا في الفقرة السابقة أنّ تكاليف الاقتراض تتباين وفقاً لنوع القرض نفسه ومدة هذا القرض والضمان المقدم ومبلغ القرض.

وبذلك تُعدّ القروض العقارية المضمونة بمنزل أقل تكلفةً من بطاقات الائتمان والسحوبات المرخّصة على المكشوف.

أما بالنسبة لعمليات السحب على المكشوف غير المرخصة فإن تكلفتها مرتفعة للغاية، ويمكن اعتبارها بمثابة غرامة يفرضها المصرف نتيجة عدم إبقائه مطّلعاً كلياً على الإنفاق الزائد.

كما يضطر المقترض إلى التعامل مع مختلف أسعار الفائدة التي تعرضها الجهات المقرضة، لأن أسعار الفائدة التي تعرضها هذه الشركات تكون عادةً أسعاراً ثابتة أقل من السعر الحقيقي أو سعر الفائدة السنوي الفعلي (Effective Annual Rate EAR).

### مثال

تعرض شركة موني باغز للبطاقات الائتمانية Moneybags Credit Card سعر فائدة بنسبة ١٢٪ سنوياً، على أساس ربع سنوي، أي كل ثلاثة أشهر.

يمكن تحديد سعر الفائدة السنوي الفعليّ بواسطة أخذ السعر المعروض وقسمته على أربعة (بما يمثل الفائدة كل ثلاثة أشهر)، وبذلك يكون سعر الفائدة على المبلغ المقترض المدفوع على أساس ربع سنوي:  $١٢\% \div ٤ = ٣\%$ .

فإذا قام أحد الأفراد باقتراض مبلغ ١٠٠ دولار أمريكي بواسطة بطاقته الائتمانية من الشركة، ولم يسدد المدفوعات المستحقة لمدة سنة، كم يكون المبلغ المستحق عليه؟

في نهاية الربع الأول (الأشهر الثلاثة الأولى) يكون المبلغ المستحق = ١٠٠ دولار أمريكي  $\times ٣\% = ٣$  دولار أمريكي تضاف إلى رصيد الدّين، بحيث يكون المبلغ المستحق في نهاية الربع الأول: ١٠٣ دولار أمريكي.

في نهاية الربع الثاني، تستحق الفائدة على القرض الأصلي بالإضافة إلى مبلغ الفائدة للربع الأول. وبعبارة أخرى، سوف تُقرض فائدة على الفائدة المستحقة عن الربع الأول، وقدرها ٣ دولار أمريكي بالإضافة إلى القرض الأصلي الذي يبلغ ١٠٠ دولار أمريكي، أي أن قيمة الفائدة عن الربع الثاني تصبح:

١٠٣ دولار أمريكي  $\times ٣\% = ٣,٠٩$  دولار أمريكي تضاف إلى رصيد الدّين ليصبح بذلك ١٠٦,٠٩ دولار أمريكي.

وفي نهاية الربع الثالث تفرض فائدة بسعر ٣٪ على الدّين (بما في ذلك فائدة الربعين الأول والثاني). فتكون الفائدة = ١٠٦,٠٩ دولار أمريكي  $\times ٣\% = ٣,١٨$  دولار أمريكي تُضاف إلى رصيد ديونه ليصبح المبلغ ١٠٩,٢٧ دولار أمريكي.

وفي نهاية الربع السنوي الأخير تُضاف الفائدة بسعر ٣٪ إلى مبلغ الدين (بما في ذلك فائدة الربع الأول والثاني والثالث) على النحو الآتي: ١٠٩,٢٧ دولار أمريكي  $\times ٣\% = ٣,٢٨$  دولار أمريكي وتُضاف إلى مبلغ الدين فيصبح ١١٢,٥٥ دولاراً أمريكياً.

وبذلك يكون مجموع الفائدة المستحقة على المئة دولار ١٢,٥٥ دولاراً أمريكياً في نهاية السنة. وهكذا يكون سعر الفائدة السنوي الفعلي:

$$١٢,٥٥ \div ١٠٠ \times ١٠٠ = ١٢,٥٥\%$$

يمكن حساب السعر السنوي الفعلي المذكور أعلاه باختصار إذا أخذنا السعر المعروض ثم قسمناه على معدل تكرار أقساط الفائدة المناسب (أربعة إذا كان ربع سنوي، واثنان إذا كان نصف سنوي، و١٢ إذا كان شهرياً)، ثم عبّرنا عن النتيجة في صورة رقم عشري، بمعنى آخر نعبر عن نسبة الـ ١٢,٥٥٪ في صورة الرقم العشري ٠,١٢٥٥، وفي صورة ١٢,٥٥٪.

ثم نضيف رقم ١ إلى الرقم العشري، ونرفع الناتج إلى القوة الموافقة لتكرار أقساط الفائدة سنوياً، ونطرح الرقم ١ من الناتج، ونضرب في ١٠٠ لإعادة تحويله إلى رقم عشري، فيكون الناتج سعر الفائدة السنوي الفعلي. وبالتطبيق على المثال المذكور في الفقرة السابقة:

$$\begin{aligned} & \bullet \quad 12\% \div 4 = 3\% \text{، ونعبر عنها في صورة رقم عشري، أي } 0,03 \\ & \bullet \quad 1,03 = 0,03 + 1 \\ & \bullet \quad 1,1255 = 1,03 \times 1,03 \times 1,03 \times 1,03 = 4(1,03) \\ & \bullet \quad 12,55\% = 100 \times 0,1255 = 1 - 1,1255 \end{aligned}$$

يمكن أيضاً تطبيق هذه المعادلة على الودائع لتحديد سعر الفائدة السنوي الفعلي على الوديعة التي يتلقى عليها المستثمر أقساط فائدة منتظمة.

ولتسهيل عملية المقارنة بين أسعار الفائدة، يجب على الجهات المانحة للقروض الإفصاح عن التكلفة الحقيقية للاقتراض متضمنة سعر الفائدة السنوي الفعلي وشاملة لأي رسوم مطلوب دفعها من جانب المقرض. ويُعرف هذا باسم معدل الفائدة السنوي المئوي (Annual Percentage Rate APR). وقد تشمل الرسوم الإضافية التي تضيفها جهة الإقراض إلى تكلفة الاقتراض الرسوم المتعلقة بترتيبات القرض مثلاً.

تجدر الإشارة إلى أنّ المصطلحات المستخدمة لوصف معدل الفائدة السنوي الفعلي (Effective Annual Rate) قد تختلف على مستوى العالم. ففي المملكة المتحدة مثلاً، تعرّف الجهات التنظيمية معدل الفائدة السنوي المئوي (Annual Percentage Rate) على أنه النسبة المئوية لمعدل الرسم السنوي ويمكن استخدامه للمقارنة بين عروض الائتمان والقروض المختلفة. وبذلك فإن هذه النسبة لا تراعي فقط سعر الفائدة على القرض، بل أيضاً الرسوم الأخرى المتعلقة به، كرسوم ترتيبات القرض مثلاً. ويختلف معدل الفائدة السنوي المئوي (Annual Percentage Rate) باختلاف الجهة المانحة للقرض، ويجب على هذه الجهات المانحة كلها أن تقدّم النصيحة والمشورة لعملائها حول معدل الفائدة السنوي المئوي الذي سيدفعونه قبل التوقيع على اتفاقياتهم معها.

### ٣- القروض العقارية

#### الهدف التعليمي

- ١-٣-٩ فهم خصائص سوق التمويل العقاري: أسعار الفائدة؛ نسبة القرض إلى القيمة الحقيقية
- ٢-٣-٩ معرفة تعريف القرض العقاري وأنواعه: القرض العقاري ذو الأقساط المنتظمة، القرض العقاري على أساس دفع أقساط الفوائد فقط؛ القرض العقاري المرتبط بالحساب المصرفي

### ١-٣ خصائص سوق العقارات والقروض العقارية

القرض العقاري هو قرض مضمون بعقار.

تُعدّ القروض العقارية وسيلة متوافرة لكثير من الأفراد لتمويل شراء عقار. وبالنسبة لمعظم الأفراد، فإن الشكل الأبرز لديونهم هو القرض العقاري لشراء منزل أو شقة للسكن. ويكون أجل القروض العقارية عادةً أطول عند مقارنتها بالقروض غير المضمونة، حيث يتراوح بين ٢٠ و ٢٥ سنة.

إلى جانب استخدام الأفراد لقروض الرهن العقاري بغرض شراء المنازل التي يسكنونها، يستخدم بعض الأفراد الأكثر ثراءً هذه القروض لشراء منازل إماً لقضاء الإجازات أو بغرض تأجيرها.

## المنتجات المالية الأخرى

في ظل الأداء الذي سجّله سوق العقارات في أنحاء عديدة من العالم على مدار العقود الثلاثة أو الأربعة الماضية، ينظر المستثمرون إلى العقارات على أنها استثمارات آمنة إلى حد كبير ويتوقعون أن تحقّق عوائد معقولة إذا تم الاحتفاظ بها لأجلٍ طويلٍ. هذا إلى جانب احتمال وجود عامل جذب إضافي ذلك أن أي أرباح رأسمالية مكتسبة من امتلاكك لمنزلك (كثيراً ما تشير إليه الهيئات الضريبية بـ "مكان إقامتك الخاص الرئيسي")، لا تخضع عموماً لأي ضريبة على رأس المال، مثل ضريبة الأرباح الرأسمالية (Capital Gains Tax).

لكنّ تكاليف امتلاك العقارات مرتفعة، وتشمل الرسوم المهنية التي تُدفع للمحامي ومسّاح المباني. كما أن كل عقار يتّصف بخصائص تميّزه عن غيره بالإضافة إلى أن جاذبية عقار دون سواه تتأثّر كثيراً بتفضيلات الأفراد الشخصية. وكما رأينا مؤخراً، فإن أزمات هبوط سوق العقارات أو حتى انهيارها ليست أمراً خافياً أو مستبعداً، لذا لا ينبغي أن يفترض المستثمرون أن سوق العقارات سيقفّ في الأداء على الاستثمارات الأخرى إلى الأبد.

وسواء كان الهدف من قرض الرهن العقاري شراء عقار للسكن أو بغرض تأجيره، تتشابه العوامل التي تأخذها الجهة المقرضة في الاعتبار عند دراسة طلب الحصول على القرض، حيث يدرس المصرف المانح للقرض كل من تلك الطلبات من ناحية المخاطر الائتمانية (أي مخاطر عدم سداد أصل القرض والفوائد المستحقة).

يقيّم المصرف طلبات الراغبين بالحصول على القرض العقاري بحسب ما يأتي:

- الدخل والاستقرار الوظيفي
- والنفقات الحالية - مثل فواتير الخدمات العامة (المياه والكهرباء) والنفقات المنزلية الأخرى والمصاريف المدرسية
- ونسبة حجم القرض إلى قيمة العقار المشتري ودخل صاحب الطلب. ويشار إلى هذا باسم نسبة القرض إلى القيمة أو نسبة القرض إلى الدخل.

وفي حال الاقتراض لشراء عقار بهدف تأجيره، يقيّم المصرف الدخل المتوقّع تحصيله من تأجير العقار.

ويمكن للفرد الحصول على قرض تمويل ثانٍ أحياناً على العقار نفسه، لكن تكون الأولوية لسداد القرض الأول في حال تعرّض المقرض في سداد قرضه عند بيع العقار وعدم كفاية الأموال المحصّلة لسداد قيمة القرضين.

## ٢-٣ أنواع القروض العقارية

### ١-٢-٣ القروض العقارية ذات الأقساط المنتظمة

هناك العديد من أنواع قروض الرهن العقاري، ولعلّ أكثرها شيوعاً القروض العقارية ذات الأقساط المنتظمة، إذ يقوم المقرض بسداد أقساط شهرية للجهة الممولة بحيث يشمل كل قسط جزءاً من رأس المال بالإضافة إلى الفائدة المستحقة.

## مثال

اقتترض علاء مبلغ ١٠٠,٠٠٠ دولار أمريكي من أحد المصارف لشراء شقة على أن يسدد القرض على مدى ٢٥ سنة، بحيث يدفع للمصرف ٦٠٠ دولار شهرياً. وبذلك يكون مجموع الأقساط التي يدفعها علاء للمصرف ١٨٠,٠٠٠ دولار (٦٠٠ دولار × ١٢ شهراً × ٢٥ سنة)، بما فيها مبلغ الفائدة البالغ ٨٠ ألف دولار على رأس المال المقترض (وقدره مئة ألف دولار). يتم تقسيم القسط الشهري بين أصل القرض والفائدة. وفي السنوات الأولى، تشكل الفوائد نسبة كبيرة من الأقساط المدفوعة، وعند منتصف فترة القرض يتناقص حجم رأس المال تدريجياً، وفي نهاية عمر القرض تكون نسبة القسط المخصصة لسداد أصل القرض مرتفعة بدرجة كبيرة عن نسبة الفائدة.

تتمثل الميزة الأساسية لنظام القروض العقارية ذات الأقساط المنتظمة مقارنة بأشكال القروض الأخرى في أن المقرض يضمن سداد القرض كاملاً في المدة المحددة طالما أنه يواظب على سداد الأقساط شهرياً. أما المخاطر الرئيسية المتعلقة بهذا النظام على المقرض فهي كالآتي:

- قد تزداد تكلفة خدمة القرض، لأن معظم هذه القروض تحسب الفوائد على أساس سعر الفائدة المتغير الذي تعرضه الجهة الممولة للقرض. وقد يزداد هذا السعر إذا ارتفعت أسعار الفائدة.
- يواجه المقرض مخاطر انتقال ملكية العقار منه إلى المصرف إذا عجز عن سداد الأقساط، مع العلم بأن القرض العقاري مضمون بالعقار محل العقد.

### ٣-٢-٢ القروض العقارية على أساس دفع أقساط الفوائد فقط

كما يوحي الاسم، يجب على المقرض في هذا النوع من القروض العقارية أن يسدد مدفوعات الفائدة للمقرض على مدى عمر القرض. وفي الوقت نفسه، فإنه يدخر عمومًا بعض المال شهرياً في شكل من أشكال الاستثمار.

يسعى المقرض من وراء ذلك إلى تحقيق نمو في الاستثمار عبر دفع مساهمات منتظمة بالإضافة إلى العوائد الناتجة عن الاستثمار، كتوزيعات الأرباح والفوائد والنمو في رأس المال، بحيث يتراكم لديه بنهاية مدة القرض العقاري مبلغ من المال يكفي لسداد رأس المال المقرض أو يزيد عنه.

## مثال

اقتترضت السيدة وداد ١٠٠,٠٠٠ جنيه إسترليني من أحد البنوك لشراء شقة على أساس دفع أقساط الفوائد فقط على مدى ٢٥ سنة. وبموجب هذا القرض، يجب عليها شهرياً أن تدفع للبنك فوائد قدرها ٤٢٠ جنيهًا. وفي الوقت نفسه، تدخر السيدة وداد ١٨٠ جنيهًا كل شهر في صندوق استثمار تديره شركة تأمين. تأمل هذه السيدة أن تنمو استثماراتها في الصندوق بما يكفي لسداد القرض الذي قيمته ١٠٠,٠٠٠ جنيه إسترليني بعد ٢٥ عامًا وبحيث يتبقى لديها بعد ذلك قليل من النقود أيضًا.

يمكن تلخيص المخاطر الرئيسية المرتبطة بهذا النوع من القروض العقارية من منظور المقرض على النحو الآتي:

## المنتجات المالية الأخرى

- يبقى المقترض عرضةً للمخاطر التي يواجهها أصحاب القروض العقارية ذات الأقساط المنتظمة - أي احتمال ارتفاع أسعار الفائدة ومخاطر خسارة العقار في حال التوقف عن دفع الأقساط للمقرض
- فضلاً عن ذلك، فقد لا ينمو الاستثمار بما يكفي لدفع مبلغ القرض. ففي المثال أعلاه، ليس هناك ما يضمن أن تصل قيمة المبلغ المستثمر في الصندوق بعد ٢٥ عاماً إلى ١٠٠,٠٠٠ جنيه إسترليني - وفي الواقع، قد تكون أقل من ذلك بكثير.

يجب على المقرض أن يتحقق من توافر خطة استثمار محكمة لدى المقرض لسداد القرض العقاري.

### ٣-٢-٣ القروض العقارية المرتبطة بالحسابات المصرفية

القرض العقاري المرتبط بالحساب المصرفي هو مفهوم بسيط يعمل على أساس خصم جزء من القرض العقاري بمقدارٍ يساوي مدخراتك - على سبيل المثال - عند حساب الفوائد المدفوعة على القرض وتكلفته.

#### مثال

افتراض أن لديك قرصاً عقارياً بقيمة ١٠٠,٠٠٠ جنيه إسترليني، ولديك حساب توفير فيه ٨,٠٠٠ جنيه إسترليني وحساب جارٍ فيه ٢,٠٠٠ جنيه إسترليني. عند حساب الفوائد على القرض، يُخصم من مبلغ القرض الكلي ١٠,٠٠٠ جنيه إسترليني، أي ما يعادل قيمة مدخراتك، لذا فإنك في الواقع تدفع فوائد على المبلغ المتبقي فقط، وقدره ٩٠ ألف جنيه إسترليني، من المبلغ الأصلي المقترض.

وبطبيعة الحال فإنك لن تتلقى أيّ فوائد على مدخراتك.

هناك فائدتان أساسيتان لهذا النوع من القروض:

- إذا كان المستثمر يدفع مستوىً عاليًا من الضريبة، فليس عليه أن يدفع ضرائب على أيّ فوائد على مدخراته؛ لأنه استخدمها مقابل القرض العقاري.
- بما أن المستثمر يدفع الفائدة على قرض عقاري أقل قليلاً، فتتوافر لديه بعض المرونة في إدارة شؤونه المالية، وقدرة أكبر على التحكم بها، إلى جانب سداد القرض العقاري بسرعة أكبر قليلاً.

### ٣-٣ شروط الدفع

توجد أربع طرق رئيسية لدفع فوائد القروض العقارية:

- سعر الفائدة المتغير
- سعر الفائدة الثابت
- سعر الفائدة بسقفٍ مُحدّد
- سعر الفائدة المخصص.

|   |   |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• يدفع المقرض في هذا النوع من القروض العقارية عادةً فائدة تتغير مع تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق.</li> <li>• حالما يتم الدخول في عقد للحصول على قرض عقاري بسعر فائدة متغير، يستفيد المقرض من هبوط السعر واستقراره عند مستوى منخفض، بينما يتكبّد تكاليف إضافية إذا ارتفعت أسعار الفائدة. كما أنّ سعر الفائدة المفروض قد يتبع الحركة التي تطرأ على معدل الفائدة الأساسي الرسمي الذي يحدده البنك المركزي. ويُعرف هذا النوع من القروض أحياناً باسم القرض العقاري الذي "يتعقّب سعر الفائدة الأساسي" [بالإنجليزية: "tracker" mortgage].</li> </ul>   | <p>القرض<br/>العقارية ذات<br/>سعر الفائدة<br/>المتغير</p> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• يكون سعر الفائدة المفروض على المقرض في هذه الحالة ثابتاً لمدة زمنية محددة، كالسنوات الثلاث أو الخمس الأولى من عمر القرض.</li> <li>• يتمتع المقرض بالحماية ضد ارتفاع أسعار الفائدة في هذه المدة، بحيث يستمرّ في دفع السعر الثابت الأدنى إذا ارتفعت الأسعار. أما إذا انخفضت واستقرت عند مستوى منخفض، فلا يمكنه إلغاء القرض ذي السعر الثابت إلا إذا دفع غرامة الاسترداد المبكر. وتُحسب هذه الغرامة بحيث تضمن الجهة الممولة للقرض التعويض عن جزء من خسارتها نتيجة إلغاء قرض التمويل ذي السعر الثابت.</li> <li>• من الشائع في هذه القروض أن تُلزم الجهة الممولة المقرض بالاستمرار معها ودفع الفائدة بالسعر المتغير القياسي الذي تقرضه لبضع سنوات بعد انتهاء المدة الأولية المتفق عليها التي يشار إليها عموماً باسم مدة "التجميد" أو "الحجز" [بالإنجليزية: "lock in" period].</li> </ul> | <p>القرض<br/>العقارية ذات<br/>سعر الفائدة<br/>الثابت</p>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• يوفر التمويل العقاري بنظام الأسعار ذات السقف المحدد الحماية للمقرض من ارتفاع الأسعار فوق حدّ معيّن يدعى "سقف سعر الفائدة".</li> <li>• مثلاً: يمكن الحصول على قرض عقاري بسعر 6% على أساس سعر الفائدة المتغير القياسي للجهة الممولة لكن بشرط عدم تجاوزه سقفاً محدداً عند 7%. فإذا هبطت الأسعار في السوق إلى 5%، يدفع المقرض الفائدة عند هذا السعر. أما إذا ارتفعت الأسعار إلى 8%، فلا يدفع أكثر من السقف المحدد، أي 7% فقط في هذه الحالة.</li> </ul>   | <p>القرض<br/>العقارية بسقف<br/>أعلى للسعر</p>             |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• تسعى مؤسسات التمويل إلى جذب المقرضين بواسطة عرض تمويل عقاري بسعر مخصوم، حيث يتم تخفيض سعر الفائدة الذي يبلغ 6% مثلاً إلى 5% في السنوات الثلاث الأولى من عمر القرض.</li> <li>• من الممكن أن تجذب هذه القروض المقرضين الراغبين في نقل قروضهم العقارية إلى جهة ممولة جديدة، أي المقرضين الذين يبحثون دوماً عن أسعار أفضل لقروضهم العقارية. وقد تكون هذه القروض مفيدة أيضاً بالنسبة للمقرضين الذين يقترضون المال لشراء أول منزل يسكنونه، حيث يصبحون ملاك للمنزل حين يكون لديهم مستوى دخل منخفض نسبياً لكنه أخذ في الارتفاع تدريجياً.</li> </ul>  | <p>القرض<br/>العقارية<br/>بالسعر<br/>المخصوم</p>          |

يُعرّف التمويل الإسلامي على أنه المنهج المستخدم لتحديد أنواع الاستثمارات المقبولة وسبل جمع رأس المال اللازم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

ومن أبرز عناصر التمويل الإسلامي أهمية المشاركة في المخاطر بوصفها جزءاً من جمع رأس المال وتجنّب الربا والغرر (المخاطر أو عدم اليقين). فأخذ الفائدة أو الحصول عليها محرم شرعاً بوصفه عملاً ربوياً واستغلالياً. كما تُعدّ المنتجات المالية حيث تكون الشروط المتعلقة بعملية البيع غير معلومة أو غير مؤكدة مُحَرّمة، بوجه عام، بموجب أحكام الشريعة الإسلامية. لذا، يجب أن تخلو العقود جميعها من عنصر الشكّ غير المبرّر وعدم اليقين، ويجب أن تتمتع الأطراف المعنية بمعرفة كاملة حول شروط العملية. ويأتي في مقدّمتها عادةً وجوب الإفصاح عن هوية مالك البضائع.

يُعدّ غياب الفائدة في التمويل الإسلامي أحد العناصر الرئيسية التي تميّز المصارف الإسلامية عن المصارف التقليدية. لكنّ هناك فوارق مهمة أخرى أيضاً:

- يُعدّ التمويل الإسلامي تمويلاً مضموناً بالأصول، ما يعني أن المصرف الإسلامي لا يقوم بأي نشاط ما لم يتمّ شراء أحد الأصول للسماح بإجراء المعاملة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.
- لا يجوز أن يكون مصدر تمويل المصرف الإسلامي وأرباحه واستثماراته التجارية من/في النشاطات التجارية التي تُعدّ مُحَرّمة بموجب الشريعة الإسلامية، كالشركات التي تتعامل بالفائدة أو المضاربة أو التبغ أو غيرها من السلع التي تخالف القيم الإسلامية.
- تتمحور الخدمات المصرفية الإسلامية حول توفير سبيل للمجتمع لإدارة شؤونه المالية على نحو أخلاقي ومسؤول اجتماعياً. وبالتالي تشجّع المبادئ الإسلامية على التجارة وريادة الأعمال والمشاركة في المخاطر، حيث تمثّل هذه المبادئ المالية التي يستند إليها التمويل الإسلامي والمنتجات التي تقدّمها المصارف الإسلامية.

أما في ما يتعلق بالقروض العقارية، بخلاف القروض العقارية التقليدية حيث يفترض المشتري المال من أحد المقرضين ثم يُعيد سداده مع الفوائد المستحقة عليه، تقدّم المصارف الإسلامية خططاً لشراء المنازل باستخدام هياكل تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية التي حدّدها هيئة مستقلة منفصلة يُطلق عليها اسم "الهيئة الشرعية" (Shariah Supervisory Committee) (SSC). وتتألف الهيئة من مجموعة من علماء المسلمين والخبراء المتخصّصين في معرفة الشريعة الإسلامية وتطبيقاتها ضمن المؤسسات المالية الإسلامية المعاصرة.

يتوقّف نوع القرض العقاري الممنوح على الطريقة التي تختارها مؤسسة التمويل الإسلامي والمنافسة والمنتجات الأكثر قبولاً لدى قاعدتها من العملاء.

ففي المملكة المتحدة مثلاً، تستند بدائل القروض العقارية المطابقة للشريعة الإسلامية على مبدئين من مبادئ التمويل الإسلامي: المشاركة في الملكية (المشاركة المتناقصة) والإجارة. أما في دبي، فتطرح المصارف الإسلامية مجموعة من الخيارات تتضمن الآتي:

- **المرابحة:** يقوم المصرف بشراء العقار ثم يبيعه للعميل بسعر أعلى. وعلى المشتري سداد المبلغ الأعلى في صورة أقساط، حيث يتم السداد في مدة تزيد عادةً على ١٥ سنة. وبما أن رأس المال هو الذي يُعاد سداه فحسب، فلا توجد فوائد.
- **الإجارة:** يقوم المصرف بتأجير العقار مقابل سداد الإيجار على دفعات لمدة محددة. كما يتعهد المصرف بنقل ملكية العقار إلى المستأجر في نهاية مدة التمويل، في حال سداد الأقساط كلها.

#### مثال

قد تقوم خطة شراء المنزل في المملكة المتحدة على الملكية المشتركة وعقود الإجارة المُنسقة باستخدام مبدئين منفصلين من مبادئ التمويل الإسلامي:

- أن يشتري المصرف والعميل العقار بصورة مشتركة وفقاً لخطة شراء مدتها ٢٠ عاماً مثلاً. وفي هذه الحالة، تكون أمام العميل مهلة مدتها ٢٠ عاماً لشراء حصة المصرف من المنزل مقابل سعر الشراء الأولي ذاته. ويعتمد ذلك على مبدأ المشاركة في الملكية في التمويل الإسلامي.
- مع استكمال عملية الشراء المشتركة، يسكن العميل في العقار على الرغم من أن المصرف يمتلك جزءاً كبيراً منه. لذا يستمر المصرف في تأجير حصته من العقار مقابل دفعات شهرية حتى يصبح العميل المالك الوحيد للعقار. ويستند هذا إلى مبدأ الإجارة في التمويل الإسلامي.
- عند سداد الأقساط كلها اللازمة لتملك المنزل وتسوية عمليات التمويل، تنتقل ملكية العقار بالكامل للعميل، حيث يصبح منذ ذلك الوقت مالكاً لمنزله، من دون أن يكون قد سدد أي فوائد.

وبالتبع، تتجاوز أبعاد التمويل الإسلامي حدود القروض العقارية، وتُعدّ من بين المجالات الأسرع نمواً في الميدان المالي.



## ٤ - التأمين على الحياة

يوفر قطاع التأمين بوالص التأمين على الحياة والحماية وبيعها لتزويد الأفراد بنوع من الحماية المالية في حال وقوع حوادث معينة. وعلى الرغم من أن تفاصيل المنتجات قد تختلف من بلد لآخر، إلا أن المبادئ العامة للمنتجات التي ينبغي أن يبحث عنها الفرد (ومستشاره المالي) وخصائصها الرئيسية تميل إلى الاتساق والتجانس.

### ١-٤ المبادئ الأساسية للتأمين على الحياة

#### الهدف التعليمي

١-٤-٩ معرفة المبادئ الأساسية للتأمين على الحياة وأنواع بوالص التأمين على الحياة: التأمين لأجل والتأمين مدى الحياة

تُعدّ بوليصة التأمين على الحياة ببساطة بوليصة تأمين، بحيث يكون الحدث المؤمن ضده حدث الوفاة. وتتطوي هذه البوالص على دفع أقساط منتظمة مقابل غطاء التأمين على الحياة، وهو مبلغ مقطوع يستحق دفعه عند الوفاة.

وفي مقابل بوالص التأمين التي تدفع مبلغاً ثابتاً عند الوفاة، توجد بوالص تأمين قائمة على الاستثمار تدفع مبلغاً إجمالياً يُحتسب على أنه مبلغ مضمون بالإضافة إلى أي أرباح تحققها هذه الاستثمارات في المدة الزمنية الواقعة ما بين استخراج البوليصة ووفاء المؤمن على حياته. لذلك، فإنّ المبلغ الكلي المدفوع في هذه الحالة يتوقف على المبلغ المضمون وتاريخ الوفاة والأداء الاستثماري للصندوق.

هناك نوعان من التأمين على الحياة نحتاج إلى دراستهما، هما التأمين مدى الحياة والتأمين لأجل (التأمين المؤقت)، حيث توفر بوليصة التأمين مدى الحياة تأميناً دائماً، ويعني هذا أن مبلغ التأمين سوف يُدفع في أي وقت تحدث فيه الوفاة، وذلك بخلاف بوليصة التأمين لأجل الصالحة لمدة زمنية محدّدة فقط، حيث لا يستحقّ مبلغ التأمين إلا إذا حدثت الوفاة في المدة التي تغطيها البوليصة.

### ٢-٤ التأمين مدى الحياة

#### الهدف التعليمي

١-٤-٩ معرفة المبادئ الأساسية للتأمين على الحياة وأنواع بوالص التأمين على الحياة: التأمين لأجل والتأمين مدى الحياة

هناك ثلاثة أنواع من بوالص التأمين مدى الحياة:

- بوالص التأمين من دون الاشتراك في الأرباح التي تشمل مبلغ التأمين فقط.
- بوالص التأمين مع الاشتراك في الأرباح، ويحصل صاحب البوليصة على مبلغ التأمين المضمون بالإضافة إلى أي أرباح يتم تحقيقها في المدة الواقعة ما بين استخراج البوليصة وتاريخ الوفاة.
- بوالص التأمين المرتبطة بوحدات الصناديق الاستثمارية حيث يرتبط العائد مباشرةً بالأداء الاستثماري للوحدات في صندوق شركة التأمين.

ولا يقتصر الدافع وراء استخراج هذه البوالص في العادة على المبلغ المؤمن عليه فقط، بل إنها تُشتري عادةً بوصفها جزءاً من خطة تأمين لتوفير مبلغ مقطوع في حالة الوفاة، أو لسداد أصل قرضٍ عقاري، أو لتوفير مصدر تمويل للمساعدة في دفع أي ضريبة قد تصبح مستحقة الدفع في حالة الوفاة. وهكذا فإن هذه البوالص تخدم غرضين اثنين: التأمين والاستثمار.

### ٣-٤ التأمين المؤقت على الحياة (التأمين لأجل)

#### الهدف التعليمي

١-٤-٩ معرفة المبادئ الأساسية للتأمين على الحياة وأنواع بوالص التأمين على الحياة: التأمين لأجل والتأمين مدى الحياة

يُعدّ التأمين المؤقت من أنواع بوالص التأمين التي تتطوي على قيام شركة التأمين بدفع مبلغ مقطوع في حالة حدوث الوفاة أو الإصابة بمرض خطر في مدة زمنية محددة.

يُستخدَم التأمين لأجل لأغراض متنوعة، مثل ضمان توافر الأموال اللازمة لسداد القرض العقاري في حالة الوفاة أو لتوفير مبلغ مقطوع يمكن استخدامه لتوفير دخل منتظم للشريك الذي بقي على قيد الحياة أو لتوفير المال اللازم لدفع أي ضريبة قد تصبح مستحقة الدفع في حالة الوفاة.

وعند استخراج بوليصة التأمين على الحياة، يحدد الفرد المبلغ الذي يرغب بأن تدفعه الشركة في حالة وقوع حدث الوفاة، والمدة الزمنية التي يرغب في تغطيتها. فإذا توفي الشخص المؤمن على حياته أثناء هذه المدة، فستدفع الشركة مبلغاً مقطوعاً يعادل مبلغ التأمين على الحياة المتفق عليه عند استخراج البوليصة. وفي بعض بوالص التأمين، إذا تمّ تشخيص إصابة الفرد بمرض عضال من المتوقع أن يؤدي إلى الوفاة في غضون ١٢ شهراً من التشخيص، فإن الشركة تدفع المبلغ المقطوع المستحق على البوليصة عندها.

## أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحة الأجوبة بالعودة إلى الفقرة ذات الصلة:

١. ما الفرق بين نظام المزايا المحددة ونظام المساهمات المحددة في صناديق التقاعد؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-١
٢. متى يمكن للجهة المقرضة استعادة ملكية العقار الذي تم شراؤه بقرض؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-١-٢
٣. كيف يمكن مقارنة أسعار الفائدة على مختلف أنواع القروض أو الحسابات بسهولة؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٢
٤. تقدم الشركة (أ) قرضاً بفائدة سنوية نسبتها ٦٪ تُدفع كل سنة، بينما تقدم الشركة (ب) قرضاً بفائدة نسبتها ٦٪ سنوياً تُدفع كل ثلاثة أشهر. فأَيُّ قَرْضٍ يُعَدُّ الأعلى ثمناً بين الاثنين؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٢
٥. لديك شركة تقدم قرضاً بسعر فائدة سنوي ثابت قدره ٦٪ يسدد كل ربع سنة (أي كل ثلاثة أشهر). ما معدل الفائدة السنوي المئوي (APR) المقرض على القرض؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٢
٦. ما الاختلافات الرئيسية بين الطرق المختلفة لحساب الفوائد على القروض العقارية؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٣
٧. ما الاختلافات الرئيسية بين بوالص التأمين مع الاشتراك في الأرباح وبوالص التأمين بدون الاشتراك في الأرباح والبوالص المرتبطة بوحدات الصناديق الاستثمارية؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٤
٨. ما العوامل الرئيسية التي تؤثر في قيمة قسط بوليصة التأمين المؤقت؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٤



## الفصل العاشر

# المشورة المالية

- ٢٠٧ .١ المشورة المالية
- ٢١٧ .٢ المفاهيم القانونية في المشورة المالية
- ٢٢٢ .٣ عملية المشورة المالية

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



## ١ - المشورة المالية

### الهدف التعليمي

١-١-١٠ فهم المجالات الرئيسية للمشورة المالية: الموازنة؛ الحماية؛ الاقتراض؛ الاستثمار؛ والادخار؛ والتخطيط للحياة؛ وتخطيط التراكات؛ والتخطيط الضريبي؛ والاعتبارات الخارجية

المشورة المالية هي المساعدة المقدمة للفرد عندما ينظر المستشار المالي في احتياجات الفرد المالية ويوصي بمنتجات معينة لتلبية هذه الاحتياجات. يمكن للمستشار المالي تقديم المشورة بشأن الشؤون المالية للفرد ككل، أو ما يتعلق بمسألة محددة لديه.

غالبًا ما يتطلب تلقي المشورة المالية إجراء مقابلة شخصية مع أحد المستشارين، على الرغم من إمكانية تلقيها بطرق أخرى. وفي جميع الحالات، يجب على المستشار جمع معلومات عن الفرد لمعرفة احتياجاته وظروفه الخاصة. يمكن للمستشار بعد ذلك استخدام هذه المعلومات للتوصية بشراء منتجات معينة، لكن يجب عليه الالتزام بالتأكد من أن المنتجات مناسبة للفرد.

### ١-١ الموازنة

إن استثمار الوقت في إدارة أموالك بشكل أفضل يمكن أن يؤدي ثماره حتمًا لأنه يمكن أن يساعدك في ضمان سداد الفواتير وتوفير المال كل عام. وتعني الموازنة أن الفرد:

- أقل تعرضاً للاستدانة
- أقل تعرضاً لمواجهة أي تكاليف غير متوقعة
- من المرجح إمكانية حصوله على تصنيف ائتماني جيد
- من المرجح أن يتم قبوله للحصول على قرض عقاري أو قرض
- يمكنه تحديد المجالات التي يمكن تحقيق وفورات بها
- يمكنه الادخار للإنفاق المخطط له أو فقط للمستقبل.

تتمثل الخطوة الأولى للسيطرة على الشؤون المالية في إعداد موازنة، وتسجيل مصادر الدخل والنفقات على مدار عام. إذا كان الفرد ينفق أكثر من اللازم، فسيساعد ذلك في تحديد المجالات التي يمكنه فيها تقليص الإنفاق. ويجب أن تركز الموازنة أيضًا على المجالات الرئيسية للإنفاق، مثل الرهن العقاري، حيث يمكن أن يقلل التسوق من التكاليف. وبالمثل، يجب أن تسلط الضوء على القروض أو الأموال المستحقة على بطاقات الائتمان حيث يكون من المنطقي عادةً سداد الديون التي تفرض أعلى معدل فائدة أولاً.



نتيجة لذلك، يمكن تحديد أهداف الادخار، لإنشاء احتياطي طارئ لفواتير غير متوقعة، وبعد ذلك، مع نمو المدخرات، وضع خطة استثمار أو ادخار معاش تقاعدي.

## ٢-١ الاقتراض

في حين أن قلة من الناس يمكنهم تدبير الأمور دون الاقتراض، إلا أن هناك بعض الخطوات التي يمكن اتخاذها لإبقاء الأمور تحت السيطرة. ومن ضمن الأسئلة الرئيسية التي يجب أن تطرحها على نفسك ما يلي:

- هل تحتاج إلى إنفاق المال؟
- هل لديك طرق أخرى لتمويل الشراء؟
- هل يمكنك تحمل سداد الأموال التي تخطط لاقتراضها؟

قبل الاقتراض لغرض ما، يجب على العملاء التفكير فيما إذا كان الأمر يستحق الاستدانة لهذا الغرض. الدين الجيد هو استثمار معقول في المستقبل المالي للفرد. ويجب أن يتركه في وضع أفضل على المدى الطويل، ولا ينبغي أن يكون له تأثير سلبي على مركزه المالي العام. الديون المعدومة هي تلك التي تستنزف الثروات، وهي ليست ميسورة التكلفة ولا تقدم أي حلول حقيقية "لسداد نفقاتها بنفسها" في المستقبل.

إذا كان شخص ما يريد اقتراض بعض المال، وكان على يقين من أنه يمكنه سداده، فهناك عدد من العوامل الرئيسية التي يجب مراعاتها. يعد من الضروري معرفة المبلغ الذي يمكنه دفعه كل شهر، حيث سيؤثر ذلك على خيار الاقتراض الأفضل له. يجب عليه أيضًا التأكد من اختيار الائتمان أو القرض الذي يناسب حالته، وإلا فقد يجد نفسه يدفع أكثر مما يجب.

من المهم مراعاة ما يلي:

- معدل الفائدة ومعدل الفائدة السنوي (APR)
- المبلغ الكلي الذي سيتم سداده
- أي غرامات قد يتم تكبدها على المدفوعات المتأخرة أو المستحقة ولم يتم دفعها
- التكلفة في الأسبوع/ الشهر ونقاط الاختلاف بينهما

## ٣-١ الحماية

يجب مراعاة الاستقرار المالي والحماية إلى حد معين من قبل جميع المستهلكين. ولا شك أن نوع الحماية المطلوبة يتوقف على عدد من الظروف بما في ذلك، على سبيل المثال، المتطلبات والدخل المتاح. وهناك أربعة عناصر رئيسية قد تحتاج إلى الحماية - الأسرة والشخصية، والرهن العقاري، والرعاية طويلة الأجل، والأعمال التجارية. وبهدف تقييم نوع الحماية المطلوبة، يجب على المستشار استكشاف ما قد يحدث والعواقب المحتملة مع العميل. على الرغم من أنه لا أحد يستطيع التنبؤ بالمستقبل، إلا أن ذلك لا يمنع من التفكير في الأحداث المستقبلية ثم تقييم ما إذا كنا مستعدين لها. وذلك من خلال مجموعة واسعة من منتجات الحماية التي يتم تسويقها من قبل شركات التأمين. وسوف نستكشف خصائص بعض هذه المنتجات أدناه.

### ١-٣-١ التأمين ضد الأمراض الحرجة

تم تصميم التأمين ضد الأمراض الحرجة لدفع مبلغ محدد في حالة إصابة الشخص بأحد الأمراض ضمن نطاق عريض من الأمراض الخطيرة. وبالنظر إلى عدد الأشخاص الذين يعانون من مرض خطير قبل بلوغهم ٦٥ عامًا، يمكن رؤية فائدة هذا

## المشورة المالية

التأمين وقيمته بسهولة. قد يضطر الفرد إلى ترك العمل بسبب مرضه مما يمكن أن يسبب ضائقة مالية. ويتغير الغطاء الذي توفره هذه الأنواع من السياسات باستمرار حيث تقوم شركات التأمين بتطوير منتجاتها بشكل أكبر وتتكيف السياسات مع التشخيصات الطبية المتغيرة والخبرة الناتجة عن مطالبات التأمين. تتضمن بعض المزايا الرئيسية لهذه السياسات ما يلي:

- يتم تحديد الأمراض الخطيرة التي يتم تغطيتها بوضوح، على سبيل المثال، لن يتم تأمين المرض الناتج عن أنشطة مثل الحرب أو الاضطرابات المدنية.
- يتوفر تأمين الأمراض الحرجة عادةً لمن تتراوح أعمارهم بين ١٨ و ٦٤ عامًا وغالبًا ما يجب أن تنتهي قبل أن يبلغ الفرد سنَّ السبعين. تمنح تغطية التأمين مبلغًا مقطوعًا إذا تم تشخيص إصابة الفرد بمرض خطير وسيكون عادةً معفى من الضرائب. ثم تتوقف التغطية التأمينية.
- يمكن عادةً تأمين الأمراض الحرجة على أساس متناقص أو متزايد ويمكن دمجها في كثير من الأحيان مع تأمينات أخرى، مثل التأمين على الحياة.

### ١-٣-٢ التأمين على الدخل

تم تصميم التأمين على الدخل لدفع مخصصات الدخل عندما يكون الشخص غير قادر على العمل لفترة طويلة بسبب المرض أو العجز. ولأن هذا قد يلزم دفعه لفترة زمنية طويلة، فإن الأقساط باهظة الثمن نسبيًا. ويمكن تقدير استخدامه وقيمته بسهولة من خلال التفكير في كيفية استمرار الأسرة في دفع فواتيرها إذا أصيب صاحب الدخل الرئيسي بالمرض. تتضمن بعض المزايا الرئيسية لهذا النوع من بوالص التأمين ما يلي:

- الظروف التي سيتم بموجبها دفع فائدة محددة بوضوح، المرض أو الإصابة التي قد يعاني منها الفرد يُشار إليها على أنها "عجز"، وستحدد بوليصة التأمين ما يندرج وفقًا لذلك هذا فيما يتعلق بوظيفة الفرد.
- توفر البوليصة دخلاً منتظمًا بعد فترة انتظار معينة تسمى "فترة التأجيل" (كلما طالت فترة التأجيل المختارة، انخفضت الأقساط). سيمثل الدخل بشكل عام ٥٠-٧٥٪ من الأرباح قبل الضرائب مع الأخذ في الاعتبار مزايا الدولة وحقيقة أن الدخل من بوليصة التأمين لا يخضع للضريبة. وتختلف المدفوعات أو تتوقف عند العودة إلى العمل.
- بمجرد تقديم مطالبة، يجوز لشركة التأمين تمديد فترة التأجيل أو حتى رفض المطالبة. لن يتم الوفاء بالمطالبة إذا نشأ هذا العجز نتيجة لحالات معينة بما في ذلك، على سبيل المثال، الإخفاق في اتباع النصائح الطبية أو تعاطي الكحول أو الإصابة الذاتية المتعمدة.

التأمين على الدخل والتأمين ضد الأمراض الخطيرة مكملان في التغطية التي يقدمونها. وبالنسبة لمعظم الأشخاص، قد تكون هناك حاجة لعنصر من كل منهما، لذلك تقدم بعض شركات التأمين منتجات قائمة تقدم مجموعة من التغطيات بموجب بوليصة واحدة.

### ١-٣-٣ تأمين سداد الرهن العقاري

تم تصميم تأمين سداد الرهن العقاري لضمان استمرار تسديد المدفوعات المستحقة للرهن العقاري إذا كان المقترض غير قادر على العمل بسبب حادث أو مرض أو بطالة.

عادة ما يكون هذا التأمين متاح لدى المؤسسة التي تم الاقتراض منها، وكذلك شركات التأمين، على الرغم من الحاجة إلى مقارنة التكاليف بعناية، وهي مصممة لتغطية المشاكل قصيرة الأجل، مثل تغطية التكاليف إذا فقد الفرد وظيفته وحتى يجد عملاً بديلاً، بدلاً من الفوائد طويلة الأجل.

يتم تطبيق نفس المزايا الأساسية التي تم توضيحها أعلاه بموجب غطاء حماية الدخل، إلى جانب الاعتبارات الأخرى التالية:

- الحماية المقدمة ستكون على أساس ثابت، لذلك يلزم إجراء مراجعات منتظمة بحيث يعكس الغطاء المدفوعات المستحقة مع تغير أسعار الفائدة على الرهن العقاري.
- يمكن خفض مبلغ التأمين المستحق لمراعاة الدخل من مصادر أخرى وقد تكون هناك قيود على الحد الأقصى للمبالغ التي سيتم دفعها. نتيجة لذلك، قد لا يغطي مبلغ التأمين مدفوعات الرهن العقاري.

#### ٤-٣-١ التأمين ضد الحوادث والمرض

تؤخذ بوليصة التأمين ضد الحوادث الشخصية بشكل عام لفترات سنوية ويمكن أن توفر الدخل أو مدفوعات المبلغ الإجمالي في حالة وقوع حادث. على الرغم من أنها غير مكلفة نسبياً، إلا أنه يجب النظر بالتفصيل في الاستثناءات والحدود المطبقة وفقاً لها. وقد تشمل:

- مبلغ التغطية قد يكون أقل من مبلغ محدد أو أقصى نسبة من الراتب الشهري الإجمالي للفرد
  - قد تكون فترة الانتظار بين عجز الفرد عن العمل وبدء تلقي مبلغ التأمين ٣٠ أو ٦٠ يوماً
- عند تقديم المطالبة، ستقوم شركة التأمين بتقييم مدى أهلية الفرد، وقد ترفض المطالبة نتيجة لظروف طبية موجودة مسبقاً حتى لو كان قد تم الكشف عنها مسبقاً.

#### ٥-٣-١ التأمين على المنزل

يعد التأمين على المنزل والمحتويات من المنتجات الأساسية المتعارف عليها والتي يدرك المستهلكون أهميتها جيداً، لذلك سيتم تغطيتها باختصار.

تشمل الاعتبارات الرئيسية ما يلي:

- هل التغطية التأمينية كافية لدفع تكاليف إعادة بناء المنزل بالكامل؟
- إلى أي مدى يغطي التأمين السمات الخارجية للمنزل، مثل الجدران والبوابات والمداخل والممرات؟
- ما هو التأمين المتاح في حالة قيام أحد الجيران بمقاضاتك لسقوط شجرتك على ممتلكاته أو وقوع حادث مماثل؟
- ما هو مدى تأمين الممتلكات الشخصية؟
- هل التأمين القانوني مشمول؟

#### ٦-٣-١ التأمين الطبي

من الواضح أن الغرض من التأمين الطبي الخاص هو تغطية تكلفة النفقات الطبية وبنفقات المستشفى. قد يتم الاستغناء عنها من قبل الأفراد، أو تقديمها كجزء من عقد عمل الفرد.

بعض السمات الرئيسية لهذا التأمين هي:

- التكاليف التي سيتم تغطيتها عادة ما تكون محددة بدقة
- ستكون هناك قيود على ما سيتم دفعه لكل مطالبة، أو حتى على مدى فترة مثل عام
- قد لا يتم تضمين الرعاية العادية التي يمكن أن يتعامل معها الطبيب المحلي للشخص

ومرة أخرى، ستكون هناك استثناءات، على سبيل المثال، للحالات الصحية الموجودة مسبقًا.

### ٧-٣-١ الرعاية طويلة الأجل

الغرض من تأمين الرعاية طويلة الأجل هو توفير الأموال التي ستكون مطلوبة لاحقًا لتغطية تكلفة الرعاية في الكبر. إن مجرد التفكير في تكلفة رعاية المسنين يوضح الحاجة إلى مثل هذه البوليصة، لكن قيمتها للفرد ستعتمد على مبلغ التمويل الحكومي لتكاليف الرعاية التي ستكون متاحة. تكون الأقساط باهظة الثمن، مما يعكس تكلفة الرعاية، وعادة ما يتم الدفع كدخل يمكن استخدامه لتغطية النفقات.

### ٨-٣-١ التأمين على الأعمال

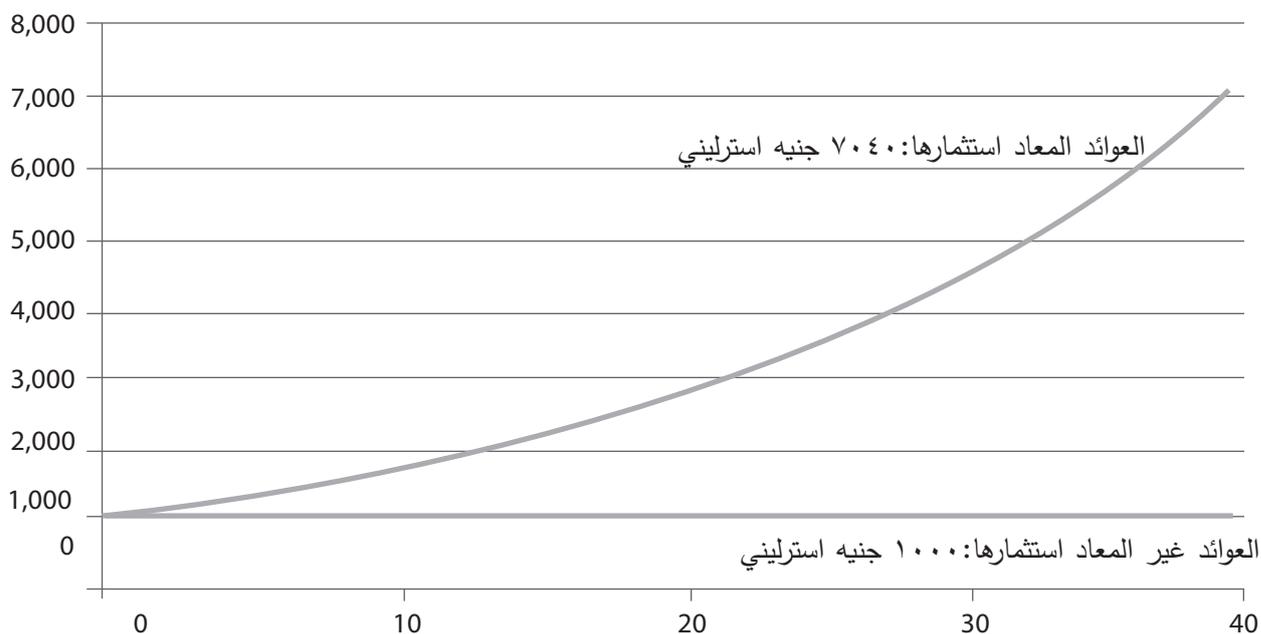
يمكن أن يتخذ التأمين على الأعمال عدة أشكال، والنوعان الرئيسيان هما تأمين الالتزامات، مثل تأمين الالتزامات العامة، وتأمين التعويض. وبعض الأمثلة على استخداماته هي:

- توفير غطاء تعويض للمطالبات ضد الشركات بسبب خلل في العمل أو البضائع
- حماية القروض التي تم الحصول عليها وتأمينها مقابل أصول الفرد
- توفير دخل إذا كان المالك غير قادر على العمل وتوقف العمل
- تقديم مدفوعات في حالة وفاة عضو رئيسي في شركة ما، لتغطية أي تأثير على أرباحها
- تقديم مدفوعات في حالة وفاة أحد المساهمين أو الشركاء الرئيسيين حتى يتمكن المساهمون المتبقون من شراء حصتهم ويمكن توزيع تركتهم على عائلاتهم.

### ٤-١ الاستثمار والادخار

إذا قام شخص ما بالادخار بانتظام، فسيجد أن مدخراته تزداد بسرعة. هذا لأنه في كل مرة يتم فيها دفع أي فائدة مكتسبة على المال إلى حساب، سيبدأ في جني الفائدة أيضًا. وتُعرف هذه بالفائدة المركبة، وعلى المدى الطويل، تحدث فرقًا كبيرًا في قيمة المدخرات.

على سبيل المثال، استثمارين منفصلين بقيمة ١٠٠٠ جنيه إسترليني يحقق كل منهما فائدة بقيمة ٥٪ سنويًا. في إحداها، يتم سحب الأرباح كل عام، وبالتالي، تظل قيمة الاستثمار كما هي، ممثلة بالخط المسطح في الرسم البياني أدناه. وعلى الجانب الآخر، يتم إعادة استثمار الفائدة كل عام، كما هو موضح في الخط العلوي المنحني. نظرًا لأن الأرباح المُعاد استثمارها تحقق عوائدها السنوية بنسبة ٥٪، فإن القيمة المتراكمة تتسارع في نهاية فترتي ٢٠ و ٤٠ عامًا على التوالي.



تُعرّف حكومة المملكة المتحدة مصطلح "الادخار" على أنه وضع الأموال جانباً دون مخاطرة، وعادة يتيح ذلك فرصة لكسب الفائدة. هناك مجموعة واسعة من حسابات التوفير المتاحة من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى كما هو موضح في الفصل ٥. وتشمل الاعتبارات الرئيسية عند مقارنة العوائد على هذه الحسابات ما يلي:

- الأسعار المعلن عنها لا تمثل دائماً السعر الحقيقي المكتسب بالفعل.
- قد تختلف المعاملة الضريبية.
- قد يكون هناك حد أدنى أو أقصى لمبالغ الاستثمار التي قد تقيد فائدة الحساب.
- قد تكون الحسابات الجذابة متاحة فقط للأموال الجديدة لمؤسسة الادخار وليس للحسابات الحالية لدى نفس الشركة.
- قد تكون هناك رسوم جزائية في حالة إجراء عمليات سحب من الحساب أو إغلاقه قبل الأوان، مما يخفض العوائد.
- قد تستمر العوائد المرتفعة لفترة محدودة، لتحل محلها عوائد منخفضة. وتشتمل العديد من أسعار الفائدة على مكافآت مؤقتة لمدة ثلاثة أو ٦ أو ١٢ شهراً ، وبعد ذلك، غالباً ما تتحول الحسابات إلى معدلات فائدة غير تنافسية.

ينطوي الاستثمار على تخصيص مبلغ من المال لشراء أداة مالية، كالاشتراك في صندوق أو الاستثمار المباشر في الأسهم مثلاً، على أمل تحقيق مكاسب مالية. وهو يختلف عن الادخار لأنه ينطوي على مستوى أكبر من المخاطرة، وليس هناك ما يضمن أنك ستستعيد أموالك. وكما ذكرنا سابقاً، هناك مجموعة واسعة من المنتجات الاستثمارية المتاحة، بما في ذلك الحسابات الفردية، وصناديق الائتمان، والأسهم والسندات.

المنتجات الاستثمارية طويلة الأجل مناسبة بشكل عام إذا كان لدى الفرد بالفعل مدخرات نقدية كافية لاستمرارها لمدة ثلاثة إلى ستة أشهر. يتفوق أداء الاستثمارات بشكل عام على المدخرات النقدية على المدى الطويل، ولكن نظراً لأن قيمتها يمكن أن ترتفع وتنخفض، يجب على المستثمرين أن يكونوا مستعدين لتحمل بعض المخاطر.

## ٥-١ تخطيط الحياة اللاحقة

كما هو مذكور في الفصل ٩، أصبح متوسط عمر الفرد أطول من أي وقت مضى. فنظرًا للتطورات الطبية والتحسينات العامة في الصحة، فقد ارتفع متوسط العمر المتوقع لمعظم الناس بشكل ملحوظ خلال العقود القليلة الماضية.

ولكن أصبحت إمكانية التمتع بهذه السنوات الإضافية تتطلب الحاجة إلى وجود مستوى من الدخل يكفي لتمويل نمط الحياة الذي يطمح إليه الناس. القدرة على التمتع بالتقاعد بدلاً من مجرد تحمله يتطلب من الأفراد التخطيط واتخاذ الإجراءات لتحقيق هذا الهدف.

سوف يؤدي تغيير التركيبة السكانية والتكلفة المتزايدة لتوفير معاشات الدولة إلى انخفاض هذا المصدر لدخل التقاعد وسيصبح، في أحسن الأحوال، مناسبًا بشكل معتدل. تفرض التكلفة المتزايدة لتوفير معاشات الدولة على حكومة المملكة المتحدة القيام بإعادة تقييم المبالغ التي تدفعها. لذلك، من الواضح أن الاعتماد على الدولة لتوفير تقاعد مريح لن ينجح. قد تكون خطط المعاشات التقاعدية الحالية قاصرة أيضًا عن توفير الأموال اللازمة للتقاعد.

يجب تخصيص مبالغ كبيرة من رأس المال لتوفير دخل جيد عند التقاعد ومع البيئة الحالية لمعدلات الفائدة المنخفضة وعوائد الاستثمار المنخفضة نسبيًا، هذا يعني أنه كلما بدأ الفرد في الادخار من أجل التقاعد، زادت فرصته في تحقيق نتيجة مرضية.

في وقت سابق، نظرنا في أسعار الفائدة المركبة، وباستخدامها، يمكننا تقدير ما يجب تكوينه لاستخدامه لتمويل التقاعد وسيساعد في تحديد تأثير التأخير.

تتمثل إحدى الطرق البسيطة لتقدير حجم صندوق التقاعد المطلوب في تحديد الدخل الذي يجب تحقيقه لتمويل نمط الحياة الذي يريده شخص ما في التقاعد. نحتاج بعد ذلك إلى تقدير العائد الذي يمكن أن يحققه هذا الصندوق.

### مثال

لنفترض أن شخصًا ما يبلغ من العمر ٢٥ عامًا ويريد معرفة حجم صندوق التقاعد الذي يحتاج إلى تكوينه من أجل تقاعده الذي يتوقع أن يكون في سن ٦٥. ويقدر أنه سيحتاج إلى أن يكون قادر على تحقيق دخل معاش تقاعدي قدره ٢٥٠٠٠ جنيه إسترليني من مدخراته المتراكمة بأسعار اليوم. بعد ذلك، يتعين عليه تحديد معدل العائد المناسب للصندوق، وفي هذا المثال، سنفترض أنه يمكن أن ينتج عائدًا بنسبة ٤٪ سنويًا.

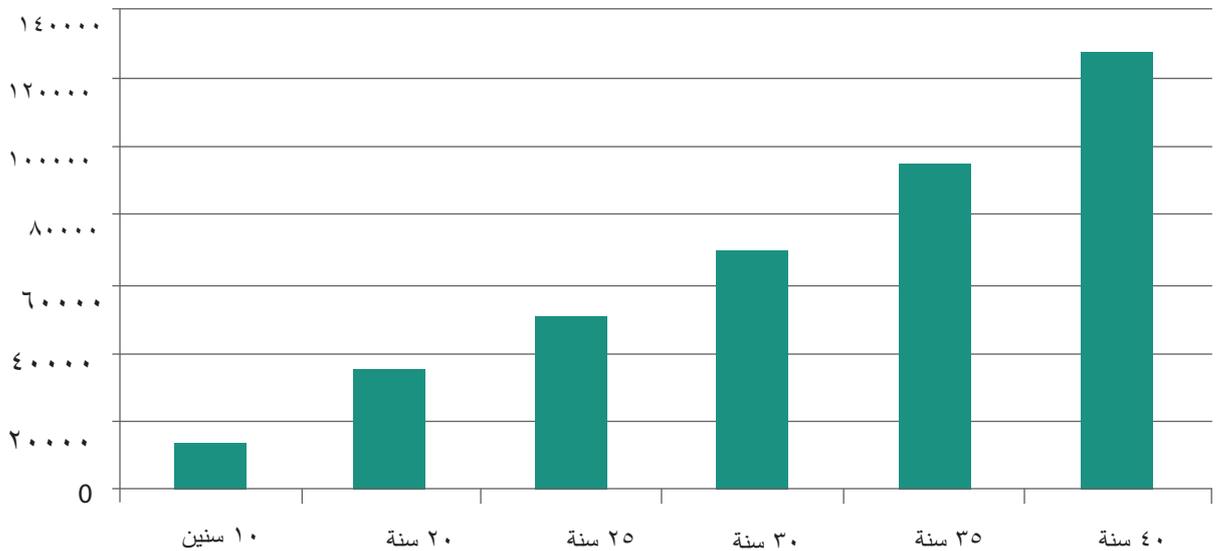
ومن هذا المنظور، يمكننا الحصول على فكرة بسيطة عن حجم التمويل المطلوب. يمثل الدخل البالغ ٢٥٠٠٠ جنيه إسترليني ٤٪ من صندوق التقاعد، لذا فإن الصندوق المطلوب سيكون:

$$25000 \text{ جنيه إسترليني} \div 0.04 = 625 \text{ ألف جنيه إسترليني}$$

هذا يعطي فكرة بسيطة عن المبلغ الذي يجب توفيره. الخطوة التالية هي تحديد مقدار ما يجب توفيره كل عام لمحاولة تحقيق هذا الهدف.

يوضح الرسم البياني أدناه تأثير توفير ١٠٠٠ جنيه إسترليني سنويًا لفترات زمنية مختلفة، مع افتراض متوسط معدل عائد بنسبة ٥٪. إذا تمكن شخص ما من البدء في الادخار مبكرًا للتقاعد، ثم ادخار لمدة ٤٠ عامًا، فسيؤدي ذلك إلى إنشاء صندوق يبلغ حوالي ١٢٦,٨٤٠ جنيهًا إسترلينيًا. بالعودة إلى مثالنا، فإن هذا يعني ضرورة توفير ٥,٠٠٠ جنيه إسترليني في السنة وسطيًا، وهذا مطلبٌ غير منطقي على الأغلب في السنوات الأولى مما يعني أن المساهمات اللاحقة يجب أن تكون أعلى بكثير لتعويض النقص.

ما يجب أن تراه أيضًا هو أن التأخر في البدء في الادخار لمدة عشر سنوات، وبالتالي الادخار لمدة ٣٠ عامًا فقط، يعني أن الأموال المتراكمة ستكون بقيمة ٦٩,٧٦١ جنيهًا إسترلينيًا فقط. إذا تم ترك الادخار للتقاعد حتى في وقت لاحق، فسوف ينمو بشكل أقل، مما يعني أنه يجب توفير المزيد لتحقيق خطط شخص ما. من الواضح أن المبلغ المدخر للمعاش لن يظل كما هو من سنة إلى أخرى وسيختلف العائد، لكنه يؤكد على قوة المضاعفة وتأثير تأخير الادخار للتقاعد.



## ٦-١ تخطيط التراكات

يهتم تخطيط التراكات بالتأكد من أن العميل يتخذ الخطوات المناسبة لضمان انتقال ثروته المتراكمة إلى المستفيدين المقصودين وبأسلوب ضريبي فعال قدر الإمكان.

يمكن أن يكون موضوعًا معقدًا، ولكنه يتضمن بشكل أساسي تحديد من سيرث أصول العميل وما هي الخطوات التي يمكن اتخاذها لتقليل أي ضرائب عقارية ستنشأ عند وفاة العميل.

تتمثل الخطوة الأولى الرئيسية في تخطيط التراكات في تقييم مدى أصول العميل والتزاماته. وتشمل ممتلكاتهم ومدخراتهم وأي استثمارات، ولكن من الضروري أيضًا تحديد أي أموال أخرى يمكن دفعها في حالة وفاة العميل، مثل عائدات أي وثائق تأمين على الحياة أو دفع تأمين الوفاة إذا كان العميل لا يزال يعمل. يجب أن يأخذ تقييم التزامات العميل أيضًا في الاعتبار أي بوليصة تأمين قد تكون سارية للوفاء بهذه الالتزامات، مثل بوليصة تأمين الرهن العقاري.

يمكن بعد ذلك استخدام الميزانية لتوجيه العميل للنظر في المجالات الرئيسية الثلاثة التالية:

## المشورة المالية

١. ما إذا كانوا بحاجة إلى تنفيذ توكيل رسمي (POA) لحماية مصالحهم عندما يكونون غير قادرين على إدارة شؤونهم.
٢. من يرغبون في وراثة ممتلكاتهم وما إذا كانت هناك هدايا محددة يرغبون في تقديمها والتي يجب التعبير عنها في وصية.
٣. مدى نطاق أي مسؤولية تجاه ضريبة الميراث (IHT) التي قد تنشأ وما إذا كان ينبغي اتخاذ إجراء لتخفيف ذلك.

الوصية هي وثيقة قانونية تحدد ما سيحدث لممتلكات الفرد عند وفاته. يجب، حيثما أمكن، أن يقدم العميل وصية للتأكد من أن أصول ممتلكاته ستوزع وفقاً لرغباته ويجب أن يأخذ مشورة متخصصة حتى يتم أخذ القوانين ذات الصلة في الاعتبار.

يُنظر إلى الوصية عموماً على أنها ضرورية للجميع، ولكن بشكل خاص في حالة الأسرة التي لديها أطفال صغار وفي حالة الزواج الثاني. تحتاج الأسرة التي لديها أطفال صغار إلى التفكير فيما سيحدث للأطفال إذا تعرض والديهم لحادث مميت. من الذي يعتني بالأطفال؟ من الذي سيستثمر أي أموال حتى يبلغوا سن الرشد؟ ماذا سيحدث إذا احتاج الأطفال إلى بعض النفقات الأساسية، مثل دفع الرسوم المدرسية؟ يمكن أن تضمن الوصية المصاغة بشكل صحيح توفير كل هذه النقاط. وفي حالة الزواج الثاني، قد يرغب الشريكان في تقسيم ممتلكاتهما بطرق دقيقة عند وفاة الأخير. مرة أخرى، يمكن أن تحقق الوصية المصاغة بعناية ذلك.

إذا تم الاحتفاظ بالأصول الخارجية، وخاصة الممتلكات، فيجب عمل وصايا منفصلة في كل دولة. بشكل عام، يجب أن تتم صياغتها بواسطة متخصص في الولاية القضائية المعنية.

إذا لم يتم عمل وصية، فإن النظام القانوني سيحدد من يرث. فعندما يموت شخص دون ترك وصية، تحدد مجموعة من القواعد من سيرث ممتلكاته. قد تنص هذه القواعد على أن التركة ستورث بطريقة لم يكن يريدوها العميل.

### ٧-١ التخطيط الضريبي

منذ الأزمة المالية ٢٠٠٧-٢٠٠٨، أصبح موضوع التهرب الضريبي قضية رئيسية في العديد من الدول. في وقت سياسة التشفير وخفض مصروفات الخدمات العامة، تم إدانة تجنب الأفراد الأثرياء والشركات متعددة الجنسيات للضرائب على نطاق واسع ويؤدي ذلك حالياً إلى إنشاء تعريفات جديدة لما هو مقبول.

| التجنب الضريبي مقارنة بالتهرب الضريبي |   |
|---------------------------------------|---|
| التجنب الضريبي                        | • بشكل عام، التجنب الضريبي هو الاستغلال القانوني للنظام الضريبي لصالح الفرد، لمحاولة تقليل مبلغ الضريبة مستحقة الدفع بالوسائل التي تقع ضمن القانون، مع الإفصاح الكامل عن المعلومات الجوهرية للسلطات الضريبية. |
| التهرب الضريبي                        | • على النقيض، فإن التهرب الضريبي هو المصطلح العام للجهود التي يبذلها الأفراد، والشركات والصناديق الاستثمارية والكيانات الأخرى للتهرب من دفع الضرائب بوسائل غير قانونية.                                       |

في حين أن الاختلاف بين التجنب الضريبي والتهرب الضريبي كان يتم التعبير عنه ببساطة على أنه الأول قانوني والثاني غير قانوني، فإن التصورات العامة لما هو مقبول للتجنب الضريبي تؤدي إلى تعريف المصطلحات بعناية أكبر.

يتم الآن استخدام مصطلح "التخفيف الضريبي" للإشارة إلى التخطيط الضريبي المقبول، ويشير إلى تقليل الالتزامات الضريبية إلى الحد الأدنى بالطرق التي أقرها التشريع الضريبي صراحة. على النقيض من ذلك، فإن التجنب الضريبي ينتهك روح القانون، وبالتالي يعتقد البعض أنه غير مقبول، وإن لم يكن إجرامياً بسبب الطريقة التي يتم بها التجنب.

يتزايد استخدام التعاون الدولي لتحسين تبادل المعلومات بين الدول من أجل مواجهة التجنب والتهرب الضريبي على الصعيد العالمي.

## ٨-١ الاعتبارات الخارجية

لكل دولة قواعدها الخاصة التي تحدد مسؤولية الفرد عن الضرائب على الدخل والمكاسب والأصول الخاضعة لقانون التجارة الدولية أو ضريبة الثروة.

يمكن تصنيف أنظمة الضرائب في معظم الدول بشكل عام على أنها إما نظام ضرائب عالمي أو إقليمي/محلي:

- بموجب نظام الضرائب العالمي، يتم فرض ضريبة على المقيمين في تلك الدولة على دخلهم العالمي وأرباحهم الرأسمالية بغض النظر عن مصدر الدخل أو الربح. على سبيل المثال، لدى الولايات المتحدة نظام ضرائب عالمي وكذلك المملكة المتحدة وأستراليا وألمانيا وإيطاليا واليابان.
- بموجب نظام الضرائب المحلي/الإقليمي، يتم فرض ضريبة على المقيمين فقط على الدخل والأرباح الرأسمالية الناشئة في تلك الدولة، ولا يخضع الدخل والأرباح خارج تلك الدولة للضريبة.
- مع ذلك، بعض الدول التي تتبنى النظام الإقليمي توسع القاعدة الضريبية للمقيمين لتشمل الدخل والأرباح، ولكن فقط إذا تم تحويل هذا الدخل أو الأرباح إلى بلد الإقامة.



## ٢. المفاهيم القانونية في المشورة المالية

### الهدف التعليمي

١٠-٣-١ معرفة المفاهيم القانونية الرئيسية المتعلقة بما يلي: الأشخاص الاعتباريون (إنعدام الوصاية/ الوصاية/ الممثلون الشخصيون/ الأمناء/ الشركات/ الالتزامات المحدودة/ الشراكات)، العقد، القدرة على التعاقد، الوكالة، العقارات والممتلكات الشخصية والملكية المشتركة، التوكيلات، الإعسار والإفلاس، التحديد والإبلاغ عن عمليات الاحتيال

ليس من المفاجئ أن يكون للنظام القانوني في المملكة المتحدة تأثيراً كبيراً على توفير الخدمات المالية. لذلك، من المهم أن تكون على دراية ببعض المفاهيم القانونية الرئيسية وكيف يمكن أن تؤثر على تقديم المشورة والخدمات المالية.

### ١-٢ الأشخاص الاعتباريون والأهلية

الشخص الاعتباري هو فرد أو كيان يُعترف بأن له حقوقاً والتزامات قانونية، مثل القدرة على إبرام العقود، ورفع الدعاوى، والمقاضاة. يمكن للكيانات أن تتخذ العديد من الأشكال مثل الشركات والشراكات والصناديق الائتمانية.

#### ١-١-٢ الأفراد

يكتسب الأفراد وضعهم كأشخاص اعتباريين عند الولادة، لكن أهليتهم القانونية لإبرام عقود أو ممارسة حقوقهم بطريقة أخرى محدودة في ظروف معينة.

يتمتع الشخص البالغ من العمر والعقل السليم بالأهلية القانونية لاتخاذ خياراته وقراراته، وبالتالي يمكنه الدخول في عقود بشرط ألا تكون غير قانونية أو باطلة لأسباب تتعلق بالسياسة العامة. تكمن أهمية ذلك بالنسبة لشركة خدمات مالية في أنها تستطيع، على سبيل المثال، فتح حسابات، وإبرام اتفاقيات وإعطاء تعليمات للتداول مع أفراد يعرفون أنهم من البالغين وذوي عقل سليم.

أما إذا كان الشخص دون السن القانوني، فالوضع مختلف. ففي المملكة المتحدة، يُعرف الأفراد الذين تقل أعمارهم عن ١٨ عاماً بأنهم قاصرون ويمكنهم إبرام عقد بموجب القانون، ومع ذلك، فإن العقد ملزم للبالغين، ولكن يمكن للقاصر إلغاؤه قبل بلوغ سن ١٨ عاماً ولفترة قصيرة بعد ذلك. هذا يعني أنه يمكن للقاصر تنفيذ العقد، ويمكنه أيضاً إنهاؤه إذا رغب في ذلك (مع مراعاة بعض الاستثناءات). بمجرد أن يبلغ القاصر ١٨ عاماً ويصدق على العقد بطريقة ما، يصبح ملزماً قانوناً لكلا الطرفين.

لا يعني هذا الموقف القانوني أن البنوك لا تقدم حسابات مصرفية لمن تقل أعمارهم عن ١٨ عاماً، ولكن هذا يعني أنها قد تضع متطلبات إضافية لحماية نفسها، خاصة عند فتح حسابات للأطفال دون سن ١٦ عاماً.

### ٢-١-٢ المحامون والنواب

يمكن للشخص الذي يتمتع بالأهلية القانونية أن يصرح لشخص آخر بالتصرف نيابة عنه من خلال تنفيذ توكيل رسمي وهو مستند قانوني يصرح لشخص ما بالتصرف نيابة عنه.

هناك أنواع مختلفة من التوكيلات الرسمية وتختلف حسب الولاية القضائية.

### التوكيل العادي (Ordinary Power of Attorney)

يخول التوكيل الرسمي العادي (OPA) أو التوكيل العام (في الولايات المتحدة) شخصًا واحدًا أو أكثر، المعروفين باسم المحامين، لاتخاذ قرارات مالية نيابة عن الفرد أو اتخاذ إجراءات محددة. وقد يستخدم الأفراد هذا لعدد من الأسباب، على سبيل المثال، إذا كانوا خارج البلاد ويلزمهم تنفيذ المستندات القانونية، أو إذا كانوا في المستشفى وغير قادرين مؤقتًا على رعاية شؤونهم المالية. عادة ما ينتهي التوكيل إما في وقت محدد أو بناءً على طلب المانح في أي وقت وسيتم إلغاؤه تلقائيًا إذا فقد المانح قدرته العقلية. سيحتاج البنك أو المؤسسة المالية إلى التحقق من المستند لتأكيد سلطته على التصرف وهوية المحامي قبل قبول أي تعليمات.

### التوكيل الدائم (Lasting Power of Attorney)

إذا أراد الفرد أن يكون شخصًا ما قادرًا على التصرف نيابةً عنه في حالة عدم قدرته العقلية على اتخاذ قراراته الخاصة، فيمكنه عندئذٍ تنفيذ توكيل رسمي دائم. يُعرف هذا أيضًا باسم "التمثيل المستمر" في الولايات المتحدة.

#### ٢-١-٣ الممثلين الشخصيين

عندما يتوفى شخص، سيحتاج شخص ما إلى تحصيل أصوله وتسوية أي ديون وتوزيع الرصيد المتبقي على من يستحق، أي المستفيدين. يُشار إلى الشخص المسؤول عن إدارة تركة المتوفى بمصطلح الممثل الشخصي ويمكن أن يكون إما منفذًا للوصية أو مديرًا للتركة.

لكي يمكن لمنفذ الوصية أو مدير التركة أن يتحكم بالأصول، يجب أن يكون قادرًا على إثبات أنه يملك الصلاحيات الضرورية لذلك. ومن ثم، عليه التقدم بطلب للحصول على تفويض بتمثيل المتوفى، وقد يأخذ هذا المستند شكل تفويض بحصر الإرث أو تفويض بإدارة التركة.

يحدث ذلك وفق أحد سيناريوهين عادةً:

- عندما يترك المتوفى وصية، يجوز له تعيين من يتعامل مع شؤونهم عند الوفاة. يُعرف هذا الشخص بأنه منفذ التركة ويتقدم بطلب للحصول على إثبات للوصية.
- في حالة عدم ترك أي وصية، لا يتم تعيين أي منفذ، أو إذا كان المنفذ المسمى لا يرغب في التصرف، فيجب تعيين شخص آخر للتعامل مع شؤون المتوفى. يُعرف هذا الشخص باسم مدير التركة ويتقدم بطلب للحصول على خطابات الإدارة.

منح الوصية أو منح خطابات الإدارة هو مستند قانوني يحمل ختم المحكمة ويؤكد رسميًا تعيين المنفذ أو المسؤول. بمجرد إصدار المنحة، يتم تسجيلها بعد ذلك في كل مؤسسة مالية وتكون دليلًا رسميًا على تعيين المنفذ أو المسؤول. يسمح هذا الآن للشركة بأخذ تعليمات منهم حول كيفية تعاملهم مع الأصول.

#### ٢-١-٤ الوصاية

الوصاية هي الوسيلة القانونية التي يُمنح من خلالها شخص ممتلكات لشخص آخر لرعايتها نيابة عن فرد آخر أو مجموعة من الأفراد. يُعرف الشخص الذي ينشئ الوصاية باسم المؤسس، بينما يُطلق على الشخص الذي يتم منحه الممتلكات، من أجل الاعتناء بها نيابة عن الآخرين، اسم الوصي، ويُعرف الأفراد الذين تم تخصيصها لهم بالمستفيدين.

## المشورة المالية

يتم تحديد شروط الوصاية في صك الوصاية الذي سيعين أيضاً الأبناء ويمنحهم صلاحيات لإدارة الوصاية واستثمار الأصول. يتم تحويل الأصول إلى وصاية وهذا يشمل أن يصبح الأبناء هم المالك القانونيين للأصول على الرغم من استمرارهم في الاحتفاظ بها وفقاً لشروط الصندوق ولصالح المستفيدين.

نظراً لأن الأبناء مسؤولون عن إدارة الصندوق وهم المالكون القانونيون لأصوله، فإنهم يتمتعون بالأهلية القانونية للدخول في عقود نيابة عن الصندوق. لذلك، ستحتاج المؤسسة المالية إلى الاطلاع على صك الوصاية والتحقق من المستند لتأكيد سلطة الأبناء للتصرف وتأكيد هويتهم قبل قبول أي تعليمات.

### ٥-١-٢ الشركات

الشركة هي كيان قانوني تم تشكيله لممارسة الأعمال التجارية أو الأنشطة الأخرى باسم أعضائها. ولأنها تأسست، فهي تتمتع بشخصية قانونية متميزة عن شخصيات أعضائها. لذلك يمنح المساهمين "مسؤولية محدودة"، أي أن مسؤوليتهم عن الشركة تنحصر في المبلغ الذي استثمروه فيها.

وبالتالي، فإن الشركة هي كيان منفصل عن مساهمها، إنها شخص اعتباري في حد ذاته منفصل تماماً عن أولئك الذين يمتلكونه (المساهمون) وأولئك الذين يديرونه (المديرون).

تعمل الشركة من خلال مديرها المخولين بإدارتها وإبرام العقود نيابة عنها. لذلك، ستحتاج المؤسسة المالية إلى الاطلاع على مستندات التأسيس للشركة والتأكد من أن الشخص الذي تتعامل معه هو مدير أو مفوض من قبل مجلس الإدارة للتصرف.

### ٦-١-٢ الشراكات

تنشأ الشراكة عندما يبدأ شخصان أو أكثر في العمل معاً بهدف تحقيق ربح. بعض الأشخاص غير قادرين على تكوين شراكات، بما في ذلك المؤسسات الخيرية والمنظمات غير الهادفة للربح (NPOs).

وفي حين أنه لا توجد حاجة إلى وجود أي اتفاق مكتوب لوجود شراكة، سيكون هناك عادة اتفاقية شراكة تأخذ شكل عقد يحدد الطريقة التي ستعمل بها الشراكة. وللشركاء الحرية في اتخاذ قرار بشأن شروط علاقتهم ويمكنهم اختيار أي شروط يرغبون فيها تقريباً طالما وافق عليها جميع الشركاء.

هناك ثلاثة أنواع من الشراكات في المملكة المتحدة، كل منها محدد بقانون شراكة مختلف:

- **الشراكة التقليدية** - هذه ليست كياناً قانونياً منفصلاً عن مالكيها، فالشركاء مسؤولون عن ديونهم وديون بعضهم البعض، ويمكن لكل شريك التقاضي والمقاضاة باسمه. ولا تُعد الشراكة قادرة على الاحتفاظ بالأرض والممتلكات باسمها، وبدلاً من ذلك يكون أي عقد باسم الأفراد الذين يشكلون الشراكة.
- **شراكة محدودة** - يجب أن يكون لدى شريك واحد على الأقل التزامات غير محدودة، يشار إليه باسم الشريك العام، بينما يتحمل الآخرون مسؤولية محدودة.
- **الشراكة ذات المسؤولية المحدودة** - هذه هي نسخة الشركات من الشراكة، وهي كيان قانوني منفصل لأعضائها (الشركاء) وبالتالي يجوز لها الاحتفاظ بالأرض والممتلكات باسمها، ولديها شركاء معينون بمثابة موظفو الشركة.

## ٢-١-٧ الوكالة

يشير قانون الوكالة إلى مجموعة من القواعد المصممة لضمان سلاسة سير الأعمال من خلال تحديد نطاق السلطة الممنوحة للوكيل.

في العلاقة بين الموكل والوكيل، تتمثل وظيفة الوكيل في إنشاء عقد بين الطرف الأصلي والأطراف الثالثة أو العمل كمثل للموكل بطرق أخرى.

ومثال على ذلك عندما يشتري المالك عقاراً أو يبيعه، سيقوم بتعيين وكيل عقارات لإيجاد مشتري للعقار يرغب في بيعه، بالإضافة إلى محامي يتصرف مع أي مشاكل قد تنشأ فيما يتعلق بنقل الملكية القانونية. يمكنهم أيضاً تعيين وكيل تأجير يتمثل دوره في إيجاد مستأجر للمالك والذي سيوقع أحياناً على اتفاقية الإيجار نيابة عن المالك. وفي كل حالة، يتصرف كوكيل، لكن قد تختلف سلطته في التصرف، وبالتالي، فإن النقطة الأساسية هي قدرة الوكيل على إلزام الطرف الأصلي في العقد الذي يبرمه الوكيل نيابة عنه، وأحياناً دون أن يدرك الطرف الأصلي أن هذا يحدث.

إذا تجاوز الوكيل هذه السلطة الممنوحة له، فلن يكون الطرف الأصلي ملزماً وسيكون الوكيل مسؤولاً بشكل شخصي أمام الطرف الثالث عن أي إنتهاكات تطرأ على صلاحيات السلطة الممنوحة. ومع ذلك، قد يوسع القانون العام نطاق سلطة الوكيل إلى أكثر من ذلك لحماية طرف ثالث بريء. وبالتالي، سيكون الطرف الأصلي ملزماً للطرف الثالث، ولكن يمكن للطرف الأصلي مقاضاة الوكيل لتجاوزه سلطته الفعلية، إذا كان ذلك يمثل انتهاكاً لعقد الوكالة.

## ٢-٢ ملكية الممتلكات

تعترف معظم الأنظمة القانونية بنوعين من الممتلكات - الممتلكات العقارية والممتلكات الشخصية، ويظهر أوجه الاختلاف بينهما في القانون العام. وبالرغم من ذلك، لا تزال القوانين الحديثة تفرق ما بين هذين القانونين والقوانين الأخرى المختلفة التي تخضع لها الممتلكات الشخصية وتلك التي تحكم الممتلكات العقارية.

تشمل الممتلكات الشخصية الممتلكات من أي نوع، طالما أنها تعتبر ممتلكات منقولة ومملوكة لشخص ما. وتشمل العناصر الملموسة، مثل الأثاث والمركبات، والأشياء غير الملموسة، مثل السندات والأسهم.

الممتلكات العقارية أو الممتلكات غير المنقولة هي تلك الممتلكات التي يتم تثبيتها بشكل دائم في مكان واحد. وهذا يشمل الأرض وكل ما بُني عليها. كما أنه يشمل كل ما ينبت على الأرض أو ما يوجد تحتها، وتشمل الأمثلة الأراضي والمباني والمحاصيل وحقوق التعدين.

## ١-٢-٢ الملكية المشتركة

عندما يتم الاحتفاظ بالأصول بأسماء مشتركة، تنتقل ملكية حصة المتوفى تلقائياً إلى المالك المشترك الباقي على قيد الحياة. يحتاج المالك المشترك الباقي على قيد الحياة إلى تسجيل شهادة الوفاة لدى البنك أو المؤسسات المالية الأخرى. كما يجب أن ينقل هذا الأصل إلى اسم المالك المشترك الباقي على قيد الحياة.

## مثال

لدى الزوج والزوجة حسابات توفير مشتركة، عند وفاة الزوج. ستحتاج الزوجة إلى تسجيل شهادة وفاة زوجها لدى كل بنك والذي سيقوم بعد ذلك تلقائياً بتحويل الحساب إلى اسمها، وتلقي تعليماتها فقط بشأن ما سيحدث للحساب. ولا يعد من الضروري تقديم طلب منح الوصايا أو خطابات الإدارة.

ويوجد نوع بديل من الملكية المشتركة يعرف باسم الإيجار المشترك. ويتمثل عندما يكون أحد الأصول مملوكاً لشخص واحد أو أكثر يمكنهم امتلاك الأصل بحصص متساوية أو من المحتمل أن تكون غير متساوية. وقد تكون هذه الأصول مثل الأرض أو مجرد حساب مصرفي يتم الاحتفاظ به بهذه الطريقة للملاءمة الإدارية.

يتمثل الاختلاف الرئيسي مع الإيجار المشترك في أنه في حالة وفاة أحد المالكين، لا ينتقل نصيبهم من العقار تلقائياً إلى المالك الباقي على قيد الحياة، بل ينتقل إلى الشخص المحدد في الوصية أو في حالة عدم وجود وصية، يخضع نقل الملكية إلى القوانين المطبقة عند إنعدام الوصية.

## ٢-٣ الإعسار والإفلاس

الإعسار هو عندما تتجاوز التزامات شركة أو فرد (أي ما يدينون به) حجم الأصول الخاصة بهم (أي ما يمتلكونه)، أو عند عدم القدرة على سداد ديونهم عند استحقاقها. ويعتبر الإعسار مصطلح يستخدم لوصف جميع أنواع العجز المالي (الإفلاس ينطبق فقط على الفرد وليس على الشركات أو الشركات المحدودة).

عادة ما يستمر الإفلاس لمدة عام إذا تعاون الفرد مع المستلم الرسمي أو وصيه في حالة الإفلاس. تجدر الإشارة إلى أنه حتى يتم الاعلان عن إفلاسك، لا يزال بإمكان المحضرين القدوم والمطالبة بأخذ المقابل.

في الشركات، العمليتان الرئيسيتان اللتان تمت مواجهتهما هما التصفية والإدارة:

- التصفية هي النهاية القانونية لشركة محدودة، بعد التصفية، يتم إزالة الشركة من سجل الشركات الرسمي **Companies House Register** - وهي عملية تعرف باسم "شطب". ومن هذه النقطة، لم تعد هذه الشركة موجودة قانونياً. ويمكن تصفية كل من الشركات المصفاة والمُعسرة، ومع ذلك، تختلف هذه العملية اختلافاً طفيفاً لكل منهما. يقوم المصفي ببيع أصول الشركة، ويدفع لدائني الشركة ويوزع أي رأس مال متبقي على المساهمين.
- عندما يتم وضع الشركة تحت الإدارة، يتم تعيين ممارس الإعسار أو "المسؤول" للسيطرة على الشركة. ويقوم بوضع خطة من أجل:
  - استعادة جدوى الشركة أثناء التوصل إلى اتفاق مع دائنيها، أو
  - تقدير أصول الشركة للدفع لدائن معين، أو
  - بيع الشركة كمنشأة مستمرة على أساس أنه يمكن جني أموال من أصولها أكثر مما لو تم تصفية الشركة.

## ٢-٤ تحديد عمليات الاحتيال والإبلاغ عنها

عمليات الاحتيال هي مخططات لخداع الناس للحصول على أموالهم. ويمكن أن تكون عن طريق البريد أو الهاتف أو الرسائل النصية أو البريد الإلكتروني أو قد يظهر المحتال ببساطة في منزل شخص ما. ويمكن أن تؤثر عمليات الاحتيال على أنواع مختلفة من الأشخاص ويجب على أي شخص يعتقد أنه وقع ضحية لعملية احتيال الإبلاغ عنها. وتختلف السلطات المسؤولة وفقاً لنطاق السلطة القانونية. ففي المملكة المتحدة على سبيل المثال، يجب الإبلاغ عن عمليات الاحتيال

إلى مركز الإبلاغ عن الاحتيال (Action Fraud (actionfraud.police.uk). وفي الولايات المتحدة، تنشر وزارة العدل قائمة بالوكالات الاستقصائية مثل لجنة التجارة الفيدرالية للإبلاغ عن حالات احتيال المستهلك وسرقة الهوية، ولجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC) التي تحقق في عمليات الاحتيال المتعلقة بالأوراق المالية والاستثمارات .

### ٣- عملية المشورة المالية

#### الهدف التعليمي

١٠-٢-١ فهم العوامل الرئيسية في عملية المشورة المالية: العلاقة مع العميل، القدرة على تحمل التكاليف، والملاءمة، والموقف من المخاطر، ومطابقة الحلول مع الاحتياجات، استخدام مهارات الاتصال في تقديم المشورة، ومراقبة ظروف العملاء ومراجعتها، والمعلومات المقدمة للعملاء، وحقوق المستهلك وسبل الانتصاف، بما في ذلك الوعي بحدودها

تطورت عملية المشورة المالية بشكل كبير خلال السنوات الأخيرة لتلبي أعلى المعايير المطلوبة في هذه الأيام من المهنية المتزايدة والتدقيق التنظيمي.

بينما يحتاج المستشار إلى فهم تفصيلي لعدد لا يحصى من المنتجات والحلول الاستثمارية المتوفرة في السوق والآثار الضريبية للاستثمارات المختلفة، فإن هذه المعرفة الفنية لا تكون ذات قيمة إلا للعميل إذا تم تطبيقها ضمن عملية مشورة منظمة. يحتاج ذلك إلى مراعاة ظروف العميل بأكملها بحيث تكون أي توصيات مناسبة لاحتياجاته.

يمكن تقسيم عملية التخطيط المالي إلى خمس مراحل متميزة:

١. تحديد متطلبات العميل.
٢. صياغة الاستراتيجية لتلبية أهداف العميل.
٣. تنفيذ الاستراتيجية من خلال اختيار المنتجات المناسبة.
٤. إعادة النظر في الاستثمارات الموصى بها للتأكد من استمرارها في تلبية احتياجات العميل.
٥. إعادة النظر بشكل دوري في أهداف العميل ومراجعة الاستراتيجية والمنتجات المحتفظ بها، إذا لزم الأمر.

### ٣-١ علاقات العملاء ومهارات الاتصال

تفتقد العملية المذكورة أعلاه إلى خطوة رئيسية في عملية المشورة المالية، وهي إنشاء علاقة فعالة مع العميل تسمح للمستشار بجمع جميع المعلومات اللازمة لتقديم المشورة المناسبة، حتى يكتسب المستشار ثقة العميل ولتقديم الأسئلة والتوضيحات والتوصيات بطريقة واضحة ومفهومة. ويمكن الحصول على أفضل النتائج فقط من خلال إشراك العميل في عملية المشورة المالية والتأكد من فهمه الكامل لضرورة توافر المعلومات وسبب تقديم التوصيات.

تعتمد طبيعة العلاقة مع العميل على الخدمة المقدمة، وقد يتسع نطاق تلك الخدمات ليشمل التسهيلات اللازمة لتنفيذ المعاملات دون أي مشورة، والعلاقات المستمرة التي تتعامل مع المجالات المالية المختارة فقط، أو من الممكن أن تقتصر على إدارة الاستثمار فقط، أو تمتد إلى إدارة الثروات المتعمقة أو الخدمات المصرفية الخاصة. وبالتالي، يمكن أن تكون

## المشورة المالية

علاقة العميل خدمة لمرة واحدة لتلبية احتياجات العميل، أو علاقة طويلة الأجل حيث يلعب المستشار دورًا رئيسيًا في تحقيق العميل لأهدافه المالية طويلة الأجل.

مهما كانت الخدمة، فإن المستشار لديه واجب ائتماني تجاه موكله يتطلب منه مراعاة أعلى معايير السلوك الشخصي، والاحترام الكامل للثقة في تلك العلاقة. وبالتالي، يمكن اعتبار المسؤوليات الرئيسية للمستشار على النحو التالي:

- مساعدة العملاء على تحديد الأهداف وتحديد أولوياتهم
- توثيق أهداف العميل الاستثمارية وتحمل المخاطر
- تحديد الاستراتيجية الاستثمارية المناسبة والموافقة عليها
- العمل في مصلحة العميل
- المراجعة المستمرة للمنتجات المتفق عليها
- القيام بأي عمليات إدارية ومحاسبية لازمة

تنفق معظم الشركات المالية قدرًا كبيرًا من الوقت والمال على تدريب مستشاريها على تقنيات الاتصال. وتشمل التقنيات التي يجب صقلها ما يلي:

- توثيق العلاقة مع العميل
- إيضاح الغرض من الاجتماع مبكرًا
- إيضاح عملية جمع المعلومات التي تهدف إلى ضمان جودة المشورة التي سيتم تقديمها
- استخدام مجموعة من الأسئلة المفتوحة والمحددة لتحديد المعلومات المطلوبة
- استخدام المصطلحات اليومية وشرح المصطلحات ومتى يجب استخدامها
- التأكد من الفهم
- تحديد الأولويات وجعل العميل يؤكد موافقته
- توجيه المقابلة وضبط وتيرتها

يتعلق الأمر أيضًا بالاستماع - أفضل المستشارين الماليين هم الذين يستمعون إلى ما يريده العميل، ويوثقون العلاقة معهم ثم يتفقون بشكل متبادل على ما يجب القيام به.

في نهاية اليوم، يعد تقصير العملية من خلال عدم التحقق من جميع المعلومات ذات الصلة غريبًا على أي نهج مهني ويتعارض بشكل جوهري مع واجب المستشار الائتماني تجاه اللوائح والقوانين.

### ٢-٣ مطابقة الحلول مع الاحتياجات

يجب أن "يعرف" المستشار العميل قبل أن يتمكن من تقديم المشورة المناسبة. ومن الضروري التعرف على كافة التفاصيل عن العميل - ليس فقط أصوله والتزاماته، ولكن منتجات أو تأمينات الحياة التي قد تكون موجودة لديهم. وظروف أسرهم وصحتهم وخططهم وتوقعاتهم المستقبلية لها نفس القدر من الأهمية أيضًا.

فعلى سبيل المثال، يتطلب أحد مبادئ الـ ١١ لهيئة مراقبة السلوك المالي (FCA) من الشركات أن تتخذ الشركة عناية معقولة لضمان ملاءمة مشورتها وقراراتها التقديرية - المبدأ التاسع، العملاء: علاقات الثقة. من أجل تحقيق هذا الهدف، يجب على الشركة الحصول على معلومات كافية عن عملائها لتمكينها من الوفاء بمسؤوليتها وتقديم المشورة المناسبة.

ويشار إلى هذا المطلب الخاص بجمع معلومات كافية عن العميل بشكل عام بمتطلبات "اعرف عميلك" (Know Your Customer).

تتضح أهمية الغرض من جمع المعلومات عن العميل في وضع الخطط المالية وتقديم التوصيات المناسبة. وتشمل أنواع المعلومات التي يجب جمعها ما يلي:

- التفاصيل الشخصية - الاسم والعنوان والعمر والصحة والأسرة والمعالين
- التفاصيل المالية - الدخل والمصروفات والأصول والمطلوبات والتأمين وترتيبات الحماية
- الأهداف - النمو، وحماية القيمة الحقيقية لرأس المال، وتحقيق الدخل، والحماية من الأحداث المستقبلية
- تحمل المخاطر - الحذر، التوازن، المغامرة
- السيولة والآفاق الزمنية - الاحتياجات الفورية، الالتزامات المستقبلية المعروفة، الحاجة إلى احتياطي الطوارئ
- الوضع الضريبي - الدخل، أرباح رأس المال، ضرائب الميراث، المخصصات المتاحة
- تفضيلات الاستثمار - القيود، الاعتبارات الأخلاقية

لا توجد طريقة بسيطة لجمع المعلومات الضرورية بشكل سريع، وسيحتاج المستشار إلى إجراء مقابلة مفصلة، وربما مطولة، مع العميل من أجل فهم الأصول والالتزامات الموجودة لديهم قبل الانتقال إلى تطوير فهم حقيقي لاحتياجاتهم.

فقط بعد إكمال هذه العملية، يمكن للمستشار أن يبدأ في المرحلة التالية المهمة: تحديد الحلول المحتملة ومن ثم مطابقتها مع احتياجات ومتطلبات العميل. يجب على الشركات بعد ذلك التأكد من مدى ملائمة أي توصيات تقدمها. للقيام بذلك، يجب على الشركة التأكد من أن المعلومات التي تجمعها تتضمن أيضًا تفاصيل حول:

- معرفة العميل وخبرته فيما يتعلق بالاستثمار أو الخدمة التي سيتم النظر فيها للتوصية.
- مستوى مخاطر الاستثمار التي يمكن للعميل تحملها ماليًا وما إذا كان ذلك يتفق مع أهدافه الاستثمارية.

### ٣-٣ الموقف من المخاطر

يتمثل أحد العناصر الأساسية في عملية المشورة المالية في إنشاء ملف تعريف مخاطر العميل.

ينطوي الاستثمار دائمًا على مفاضلة بين المخاطرة والعائد. ومع ذلك، فإن الأشخاص المختلفين على استعداد لتحمل مستويات مختلفة من مخاطر الاستثمار وتعني هذه المخاطر أشياء مختلفة لمختلف الأشخاص. وتتسبب الاختلافات في المواقف بسبب الفروق الفردية في الظروف والتجارب والتركيب النفسي.

يجب أن يعتمد ملف تعريف مخاطر العميل على قدرته على تحمل المخاطر وموقفه تجاه المخاطر والقدرة على تحمل الخسائر.

| تقييم المخاطر           |   |
|-------------------------|---|
| تحمل المخاطر            | هذه سمة شخصية، أفضل وصف لها على أنها رغبة العميل في قبول مستوى معين من التقلبات في قيمة استثماراته دون الشعور برغبة فورية في البيع. |
| الموقف من المخاطرة      | يمثل هذا الرأي الشخصي للعميل بشأن المخاطر المرتبطة بإجراء استثمار، بناءً على معرفته وخبرته السابقة.                                 |
| القدرة على تحمل الخسائر | هذه هي القدرة الفعلية للعميل على استيعاب أي خسائر مالية قد تنشأ عن إجراء استثمار معين.  |

سيكون لملف المخاطر الخاص بالعمل تأثير كبير على استراتيجية التخطيط المالي التي يوصي بها المستشار. وسوف تظهر نفسها في الأهمية التي تُعطى للحماية المالية وفي الاختيار المقبول للمنتجات الاستثمارية.

ويمكن تحديد قدرة العميل على المخاطرة بطريقة موضوعية من خلال تقييم ثروته ودخله بالنسبة إلى أي التزامات. وعلى النقيض من ذلك، فإن استعدادهم للمخاطرة أمر شخصي ويتعلق بالتكوين النفسي للفرد أكثر من الظروف المالية. وينظر بعض العملاء إلى تقلبات السوق على أنها فرصة، بينما قد يتسبب هذا التقلب بالنسبة للآخرين في حدوث ضائقة.

وتوجد أمثلة على العوامل الموضوعية والذاتية التي يمكن إنشاؤها والتي ستساعد في تحديد ملف تعريف مخاطر العميل موضحة أدناه:

| أمثلة على العوامل الموضوعية |  |
|-----------------------------|--|
| الجدول الزمني               | <ul style="list-style-type: none"> <li>النطاق الزمني الذي قد يكون العميل قادراً على الاستثمار فيه سيحدد المنتجات المناسبة والمخاطر التي ينبغي تبنيها.</li> <li>على سبيل المثال، لن يكون هناك مبرر كبير لاختيار استثمار ذي مخاطر مرتفعة في صناديق استثمارية مستحقة في غضون ١٢ شهراً. على عكس ذلك، عندما يرغب شخصاً في الثلاثينيات من عمره في الاستثمار من أجل التقاعد، فهو يهدف إلى تحقيق نمو على المدى الطويل، وبالتالي، فإن الاستثمارات عالية المخاطر ستكون أكثر ملائمة.</li> </ul> |
| الالتزامات                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>من المرجح أن يكون للالتزامات العائلية تأثيراً كبيراً على ملف مخاطر العميل.</li> <li>على سبيل المثال، إذا اضطر العميل إلى دعم الأقارب المسنين، أو الأطفال عند التحاقهم بالجامعة، فسيكون لذلك تأثير حاسم على حجم المخاطر التي يمكنه تحملها. وبينما قد يكون العميل بطبيعته مستثمر مغامر، إلا أنه سيرغب في الوفاء بالتزاماته، وهذا سيجعل الاستثمارات عالية المخاطر أقل ملائمة.</li> </ul>   |

|  |                           |
|--|---------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• تمثل الثروة بشكل واضح عاملاً مهماً في تحديد حجم المخاطر المتوقعة.</li> <li>• من الصعب على العميل الذي لديه عدد قليل من الأصول تحمل خسارتها، في حين أن العملاء الذين يتم تغطية أولوياتهم المالية المباشرة قد يكونون قادرين على قبول مخاطر أكبر.</li> </ul>   | <p><b>الثروة</b></p>      |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• تمثل مرحلة الحياة عاملاً أساسياً أيضاً.</li> <li>• سيرغب العميل في الثلاثينيات أو الأربعينيات من عمره الذي يستثمر من أجل التقاعد في السعي لتحقيق نمو طويل الأجل وقد يكون مستعداً لقبول مخاطر أعلى من أجل رؤية أمواله تنمو.</li> <li>• مع اقتراب التقاعد، سيتغير مبدأ العميل، عندئذ سيسعى إلى تأمين النمو الذي تم تحقيقه، وبمجرد تقاعده، سيبحث عن استثمارات توفر دخلاً مضموناً يمكنه الاعتماد عليه.</li> </ul> | <p><b>دورة الحياة</b></p> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• غالباً ما يتم أخذ عمر العميل في الاعتبار جنباً إلى جنب مع العوامل المذكورة أعلاه لتحديد المستويات المقبولة للمخاطرة (كما أوضحت بعض الأمثلة بالفعل).</li> </ul>  | <p><b>العمر</b></p>       |

من الواضح أن تحديد العوامل الموضوعية هو جزء أبسط وأكثر دقة في عملية تحديد مدى تحمل العميل للمخاطر، ولكن العوامل الذاتية لها أيضاً دور تلعبه. قد يكون العميل قادراً مالياً على الاستثمار في المنتجات عالية المخاطر وهذه قد تناسب احتياجاته جيداً، ولكن إذا كانوا حذرين بطبيعتهم، فقد يجدون أن عدم اليقين بشأن الاحتفاظ بالاستثمارات المتقلبة أمراً مزعجاً، وقد يجب على كل من المستشار والعميل تقبل اختيار الاستثمارات والعوائد منخفضة المخاطر.

| <p><b>أمثلة على العوامل غير الموضوعية</b></p>   |   |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• بشكل عام، يكون المستثمرون الأكثر دراية بالمسائل المالية أكثر استعداداً لقبول مخاطر الاستثمار. ومع ذلك، لا يزال هذا المستوى من الفهم بحاجة إلى اختباره مقابل استعدادهم لتحمل مستويات مختلفة من الخسائر.</li> </ul>  | <p><b>مستوى معرفة العميل المالية</b></p>          |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• لدى بعض الأفراد تركيبة نفسية تمكنهم من المخاطرة بحرية أكثر من الآخرين ورؤية هذه المخاطر على أنها فرص.</li> </ul>   | <p><b>ارتياح العميل مع مستوى من المخاطرة</b></p>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• يمكن أيضاً قياس موقف المخاطرة من خلال تقييم التفضيلات العادية للعميل لأنواع مختلفة من الاستثمارات، مثل الأمان النسبي للحساب المصرفي مقابل المخاطر المحتملة للأسهم والسندات.</li> </ul>   | <p><b>اختيار الاستثمار المفضل للعميل</b></p>      |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• يشير هذا إلى كيفية ندم العميل على قرارات استثمارية معينة متمثلة في المشاعر السلبية التي تنشأ من اتخاذ قرار يتضح بعد حدوثه إنه قراراً خاطئاً.</li> <li>• يمكن لبعض العملاء أن يتبنوا وجهة نظر بأنهم قاموا بتقييم الفرصة بشكل كامل، وبالتالي فإن أي خسارة هي مجرد تكلفة الاستثمار. ويندم آخرون على قراراتهم الخاطئة، وبالتالي يتجنبون السيناريوهات المماثلة في المستقبل</li> </ul> | <p><b>نهج العميل في اتخاذ القرارات السيئة</b></p> |

## المشورة المالية

تتطلب محاولة الفهم الكامل لموقف المخاطرة للعميل توافر المهارة والخبرة اللازمة، وبالتالي، فإن إنشاء ملف تعريف مخاطر المستثمر ليس بالأمر السهل.

إن تصنيف ملفات تعريف المخاطر، مثل حذر أو متوازن أو مغامر، له حدود، منها محاولة مساعدة العميل على فهم الاختلافات ثم الاتفاق على ما ينطبق عليه. نتيجة لذلك، لدى العديد من شركات الخدمات المالية طرق مختلفة للتقييم. تتمثل النقطة الأساسية في أن المستشار يحتاج إلى فهم موقف العميل من المخاطر وخصائص المخاطر للأصول والمنتجات المختلفة إذا أراد مطابقة الحلول المناسبة مع احتياجات العميل.

### ٣-٤ الملاءمة والقدرة على تحمل التكاليف

بمجرد تحديد صورة واضحة للمتطلبات والاحتياجات، فإن الخطوات المتوقعة من الشركة للتأكد من أن توصياتها مناسبة وملائمة، ستختلف حسب احتياجات وأولويات العميل وأنواع الاستثمار أو الخدمة المقدمة وطبيعة العلاقة بين الشركة والعميل.

عندما تقترح شركة ما تقديم خدمات استشارية استثمارية أو إدارة محفظة تقديرية، يجب عليها أولاً تقييم ما إذا كانت هذه الخدمات مناسبة لعميل محترف أو عميل تجزئة. إذا كانت الشركة تعترف بتقديم خدمات استثمارية أخرى (على سبيل المثال، تداول المشتقات مثل العقود مقابل الفروقات)، فيجب عليها التأكد من أنها مناسبة للعميل.

عند تقييم معرفة العميل وخبرته، يجب على الشركة جمع معلومات حول:

- أنواع الخدمات والمعاملات التي يعرفها العميل
- طبيعة وحجم وتكرار ووقت مشاركة العميل في مثل هذه الخدمات والمعاملات
- مستوى العميل التعليمي أو المهني أو المهنة السابقة ذات الصلة.

يتمثل الشرط العام في أن الشركة يجب أن تتخذ خطوات معقولة لضمان عدم تقديم توصية شخصية للعميل ما لم تكن مناسبة له. ستراعي الملاءمة الحقائق التي يكشف عنها العميل والحقائق الأخرى التي يجب أن تكون الشركة على علم بها بشكل معقول.

بعد تقييم الخدمات والمنتجات المناسبة، يجب على الشركة تزويد العميل بتقرير يجب أن يوضح، من بين أمور أخرى، سبب توصل الشركة إلى أن المعاملة الموصى بها مناسبة.

### ٣-٥ المعلومات المقدمة للعملاء

بالإضافة إلى العمل لتحقيق مصلحة العميل الفضلى، يحتاج المستشارون الماليون أيضاً إلى التأكد من تقديم معلومات كافية عن شركاتهم وأي استثمارات مقترحة للعميل.

يتمثل الغرض من واجب الكشف عن المعلومات الجوهرية في التأكد من أن العميل لديه جميع المعلومات اللازمة للتأكد من أنه في وضع يمكنه من اتخاذ قرار كامل ومستنير بشأن مدى ملاءمة التوصيات المقدمة.

سيتمتع كل ما يشكل "معلومات جوهرية" على الاستثمارات والمنتجات الموصى بها، ولكنه سيتضمن مجالات مثل الرسوم وحقوق الإلغاء وعقوبات الصرف المبكر وتحذيرات المخاطر وأي شروط خاصة أو غير قياسية. وتتضمن أمثلة

السيناريوهات التي قد يكون فيها الإفصاح عن المعلومات الجوهرية ذات صلة بتقارير التخطيط المالي، وتقارير الملاءمة، ووثائق معلومات المستثمر الرئيسية (KIIDS) والنشرات المبسطة للصندوق المشترك.

حيث ستقدم الشركة خدمات مستمرة ، يجب أن تقدم تفاصيل حول كيفية إدارة أموال العميل والترتيبات التي ستضعها لحماية أصول العميل.

### ٦-٣ حقوق المستهلك

كما هو الحال في مجالات أخرى من قانون المستهلك، فإن حقوق المستهلك في الخدمات المالية تملئها شروط العقد المبرم بين العميل والمؤسسة المالية. بالإضافة إلى ذلك، هناك قواعد تحيط بالشروط غير العادلة في العقود والائتمان الاستهلاكي، وحق العملاء في تغيير رأيهم.

في ظروف معينة، يحق للعملاء الذين يشترون منتجات أو خدمات استثمارية أو تأمينية الحصول على مهلة للتفكير يمكنهم خلالها تحديد ما إذا كانوا سيستمرون في الشراء أم لا. وتُعرف فترة التفكير هذه بفترة "التهدئة".

إذا تم منح حق الإلغاء للعميل، فيجب على الشركة تقديم إشعار كتابي واضح وبارز، إما قبل البيع أو بعده مباشرة إن لم يكن ذلك ممكنًا. يجب عليهم إبلاغ العميل بما يلي:

- وجود حق الإلغاء أو الانسحاب
- مدته
- شروط ممارسته، بما في ذلك أي مبلغ قد يتعين على العميل دفعه
- ماذا يحدث إذا لم يمارس العميل حقه
- أي تفاصيل عملية أخرى قد يحتاجها العميل

إذا مارس العميل حقه في الإلغاء، يكون الأثر هو انسحابه من العقد، الذي يتم إنهاؤه بعد ذلك.

### ٧-٣ مراقبة ومراجعة ظروف العميل

التخطيط المالي ليس عملية تجري لمرة واحدة، يعود ذلك جزئيًا إلى إمكانية التغيير. فيما يلي أمثلة لأسباب تغيير خطط العميل:

- تتغير البيئة من حولهم - على سبيل المثال، يتغير النظام الضريبي (تذكر، تتم مراجعة المخصصات الضريبية بشكل عام كل عام كحد أدنى).
- تغيير وضعهم الوظيفي.
- أداء سوق الأسهم أفضل أو أسوأ مما توقعه العميل.
- تغيير ظروف العميل أو تغيير احتياجاته ورغباته وتطلعاته. على سبيل المثال، عندما يتزوج العميل أو يطلق، أو يرث مبلغًا من المال أو يكون لديه طفل، فلن تتغير احتياجاته فحسب، بل قد تتغير أيضًا مواقفه تجاه التمويل، وقد يصبح، على سبيل المثال، أكثر أو أقل نفورًا من المخاطرة.

من المهم أن يقوم العملاء بمراجعة خططهم ومتابعة تقدمهم نحو أهدافهم بدون تحديثات منتظمة، فمن المستحيل معرفة ما إذا كان من المحتمل تحقيق الأهداف المالية. يمكن للتغيرات الصغيرة في السلوك المالي، معًا، أن يكون لها تأثير تراكمي

## المشورة المالية

كبير على الشؤون المالية للعميل، لذلك يمكن أن تكون المراجعة الدورية مفيدة للغاية في ضمان بقاء العميل على المسار الصحيح.

يجب على الشركات التي تقدم المشورة الاستثمارية للعميل أن تتفق معها بشأن ما إذا كان سيتم إجراء تقييم دوري لاستمرار ملاءمة استثمارات العميل الحالية في كل مرة يتم فيها إجراء مراجعة. يجب إكمال هذا التقييم الدوري سنويًا على الأقل، ويجب زيادة تكراره لمراعاة ملف المخاطر للعميل ذي الصلة وأنواع الأدوات المالية الموصى بها. وعندما تقدم الشركة خدمة إدارة المحافظ، أو أبلغت العميل بأنها ستجري تقييمًا دوريًا لمدى ملاءمة الشركة، فيجب عليها تزويد العميل بتقرير ملاءمة دوري يحتوي على بيان محدث عن كيفية تلبية الاستثمارات للتفضيلات والأهداف وغيرها من خصائص العميل.

## أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحة الأجوبة بالعودة إلى الفقرة ذات الصلة:

١. ما المزايا التي يمكن توقعها عندما يقوم الفرد بإعداد الموازنة؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ١-١
٢. ما أمثلة الديون "الجيدة" والديون "الردئية"؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ١-١
٣. ما أنواع التأمينات التي يجب على المستهلك الذي يأخذ رهن عقاري مراعاتها؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٣-٣ و ١-٣-٥
٤. ما الفرق بين الادخار والاستثمارات؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ١-٤
٥. لماذا يمكن للنائب التصرف نيابة عن فرد؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-١-٢
٦. كيف يختلف الإيجار المشترك عن الإيجار المعتاد؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٢-٢-١
٧. ما المراحل الرئيسية لعملية المشورة المالية؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣
٨. ما الفرق بين تحمل المخاطر والقدرة على تحمل الخسائر؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٣
٩. ما الغرض من المعلومات التي يجب على الشركات توفيرها للعملاء قبل إبرام العقود؟  
مرجع الإجابة: الفقرة ٣-٥

# مسرد المصطلحات



### إصدار الأسهم المجانية (رسمة الأرباح) Bonus Issue

إصدار أسهم مجانية لصالح حملة الأسهم الحاليين من دون سداد أي مبالغ نقدية، ما يؤدي إلى خفض سعر السهم انخفاضاً يتناسب مع عدد الأسهم الجديدة. ويُعرف هذا الإصدار أيضاً باسم رسمة الأرباح.

### خيار الشراء Call Option

عقد خيار يمنح مشتريه الحق في شراء أصل من الأصول بسعر مُتفق عليه مسبقاً.

### ضريبة الأرباح الرأسمالية CGT Capital Gains Tax

ضريبة مستحقة على الأرباح التي يحققها الأفراد نتيجة بيع أصولٍ معينة.

### المصرف المركزي Central Bank

تتولى المصارف المركزية عادةً مسؤولية تحديد معدلات الفائدة قصيرة الأجل في بلدٍ أو منطقةٍ محددة، فتضع الضوابط على المعروض النقدي وتعمل بمثابة المصرفي وجهة الإقراض الأخيرة بالنسبة إلى النظام المصرفي بالإضافة إلى إدارة الدين العام.

### السلع الأساسية Commodity

السلع مثل السكر والقمح والزيت والنحاس. تُتداول مُشتقات هذه السلع في البورصات، فمثلاً تُتداول عقود النفط المستقبلية في بورصة إنتركونتيننتال فيوتشرز (ICE Futures).

### مؤشر أسعار المستهلك Consumer Price Index

CPI

مؤشر يقيس حركة الأسعار التي تُعرض على المستهلك العادي.

### السندات القابلة للتحويل Convertible Bond

سندات يمكن تحويلها إلى أسهم في الشركة المُستثمر فيها ذاتها إذا رغب المستثمر بذلك.

### الإدارة النشطة Active management

إحدى طرق الاستثمار تُستخدَم عادةً لتحقيق عوائد على الاستثمار أعلى من مستوى العوائد السائدة في السوق.

### الجمعية العمومية السنوية Annual General Meeting AGM

اجتماع سنوي لحملة الأسهم يُعقد في الأساس للتصويت على قرارات الشركة المتعلقة بتوزيعات أرباح الأسهم وتعيين أعضاء مجلس الإدارة واعتماد البيانات المالية. ويُشار إليه أيضاً باسم جمعية حملة الأسهم.

### نظام الشركة الأساسي Articles of Association

المستند القانوني الذي يحدّد التنظيم الداخلي لشركة من الشركات، وتشمل بنوده التفاصيل المتعلقة بحقوق حملة الأسهم في التصويت وصلاحيات الاقتراض الخاصة بالشركة.

### مدير الشركة المفوض Authorised Corporate Director ACD

مدير صندوق استثماري يدير صندوقاً مفتوحاً.

### ميزان المدفوعات Balance of Payments

قائمة مالية تُلخّص كافة المعاملات التي تجري بين دولة ما وباقي دول العالم، وتُمثّل الفرق بين واردات دولة ما وصادراتها.

### سعر الطلب Bid Price

يتم الإعلان عن أسعار السندات والأسهم على هيئة سعر الطلب وسعر العرض. سعر الطلب يمثّل السعر الأقل بين الاثنين والسعر الذي يتلقاه المستثمر في حالة البيع.

### السندات Bonds

أوراق مالية تمثّل ديوناً تمنح حاملتها عادةً حق الحصول على فائدة سنوية مع سداد قيمة أصل السند عند حلول تاريخ الاستحقاق. وتصدر السندات عموماً عن كلٍّ من الشركات والحكومات.

### حقوق المساهمين أو حقوق الملكية Equity

اسم آخر يُطلق على الأسهم، حيث تمثل الأسهم حصة المستثمرين (حملة الأسهم) من أصول الشركة (أي الأصول ناقص الخصوم).

### السندات الخارجية (سندات اليوروبوند) Eurobond

ورقة مالية تصدر دولياً وتستحق عليها فوائد.

### بورصة يورونكست Euronext

شبكة من أسواق الأوراق المالية الأوروبية نتجت عن اندماج بورصات باريس وبروكسل وأمستردام ولشبونة وبعد ذلك مع بورصة نيويورك (NYSE)، وقد أصبحت اليوم جزءاً من مجموعة إنتركونتيننتال الدولية (ICE).

### البورصة Exchange

سوق لتداول أدوات الاستثمار.

### سعر الصرف Exchange Rate

السعر الذي تُصَرَّف على أساسه عملة مقابل أخرى.

### السهم بدون أرباحه Ex-dividend

المدة حين لا يحق للمستثمر الذي يدخل في عملية شراء الأسهم أو السندات (التي سبق الإعلان عن توزيعات أرباحها أو فوائدها (قسائمها)) الحصول على تلك الأرباح أو الفوائد التي سيتم توزيعها.

### سعر الممارسة Exercise Price

السعر الذي يستطيع المستثمر بموجبه أن يمارس الحق الذي يمنحه له محرر الخيار بموجب عقد الخيار.

### السياسة المالية Fiscal Policy

توظيف سياسات الإنفاق وفرض الضرائب والاقتراض الحكومية إما لتعزيز الطلب المحلي في الاقتصاد أو لتقييده بغرض الحفاظ على مستوى عالٍ من العمالة واستقرار الأسعار.

### السهم المستحق لأرباحه Cum-dividend

مصطلح يعني حرفياً "السهم مع أرباحه" ويشير إلى أن الشركة تنوي دفع توزيعات أرباح الأسهم في المستقبل القريب.

### المشتقات المالية Derivatives

عقود الخيارات والعقود المستقبلية وعقود المبادلة؛ حيث يُشتق سعرها من الأصل محل العقد.

### تنويع الاستثمار Diversification

استراتيجية استثمارية تهدف إلى توزيع المخاطر بواسطة الاستثمار في مجموعة متنوعة من الاستثمارات.

### توزيعات أرباح السهم Dividend

توزيعات أرباح الأسهم من قبل الشركة.

### عائد توزيعات أرباح السهم Dividend Yield

أحدث توزيعات أرباح الأسهم، ممثلةً بنسبة مئوية من سعر السهم الحالي.

### نظام التسعير الثنائي (أو المزدوج) Dual-Pricing

نظام تسعير يحدّد فيه مدير صندوق الوحدات الاستثمارية المفتوح سعرين للتداول، أحدهما للبيع والآخر للشراء.

### الدورة الاقتصادية Economic Cycle

المسار الذي يتبعه الاقتصاد عادةً، حيث يتعرّض النمو الاقتصادي للتقلبات مع مرور الوقت. ويشار إلى الدورة الاقتصادية بدورة الأعمال أيضاً.

### النمو الاقتصادي Economic Growth

النمو في قيمة إجمالي الناتج المحلي (GDP) أو إجمالي الناتج القومي (GNP) معبراً عنه بالقيمة الحقيقية، ويُقاس عادةً على مدار سنة كاملة، ويُستخدَم غالباً بوصفه مؤشراً على صحة الاقتصاد وعافيته.

### الممتلكات غير المنقولة Immovable Property

بالإشارة إلى الممتلكات العقارية مثل العقارات أو الأراضي، يتم تثبيت الممتلكات غير المنقولة بشكل دائم في مكان واحد. فهي بالتالي تشمل الأرض وكل ما بُني عليها. كما أنها تشمل كل ما ينبت على الأرض أو ما يوجد تحتها. وتشمل الأمثلة الأراضي والمباني والمحاصيل وحقوق التعدين.

### التضخم Inflation

ارتفاع في المستوى العام للأسعار.

### الابتكار العام الأولي Initial Public Offering IPO

إصدار جديد للأسهم سواء عن طريق: البيع المباشر أو طرحها للاكتتاب العام أو الخاص. ويُطلق عليه أيضاً اسم "الإصدار الجديد".

### التداول بناءً على معلومات داخلية Insider Dealing/ Trading

مخالفة في القانون الجنائي يرتكبها أشخاص مطلعون على معلومات غير متوافرة للعلن ذات تأثير في الأسعار إما عن طريق التداول أو تقديم المشورة للآخرين للتداول أو تسريب هذه المعلومات إلى أفراد أو مستثمرين آخرين.

### بورصة إنتركونتيننتال Intercontinental Exchange ICE

تتولى بورصة إنتركونتيننتال إدارة كُلي من الأسواق العالمية للعقود المستقبلية وأسواق التداول خارج الأسواق الرسمية (OTC) لمنتجات الطاقة والمنتجات الزراعية ومؤشرات الأسهم وعقود الصرف الأجنبي وعقود المشتقات. وتدير بورصة إنتركونتيننتال العقود المستقبلية لمنتجات الطاقة الخاصة بها عن طريق بورصة إنتركونتيننتال فيوتشرز يوروب (ICE Futures Europe) التي يقع مقرها في لندن وتمتلك أيضاً بورصة لايف (LIFFE).

### السندات بسعر الفائدة العائم Floating Rate Notes FRNs

أدوات الديون التي تصدر بسعر فائدة (قسمة) يتغير تبعاً لسعر فائدة معياري.

### الفوركس Forex

اختصار لمصطلح تداولات الصرف الأجنبي foreign exchange (FX) trading.

### العقد الآجل Forward

عقد مشتق ينشئ التزاماً قانونياً ملزماً بين طرفين، حيث يلتزم أحدهما بشراء مقدارٍ مُحدّد مسبقاً من أصلٍ ما ويلتزم الآخر ببيعه مقابل سعرٍ مُحدّد مسبقاً وفي تاريخٍ مستقبليٍّ مُحدّد مسبقاً أيضاً. وبما أنّ التفاوض على العقود الآجلة يجري على نحوٍ فردي، فإنها لا تُتداول في بورصات المشتقات.

### سعر الصرف الآجل Forward Exchange Rate

سعر لصرف العملات الأجنبية يتحدّد اليوم بموجب عقد آجلٍ ويُتفق على تطبيقه على عملية الصرف الأجنبي بحلول تاريخٍ مستقبليٍّ مُحدّد مسبقاً.

### مدير الصندوق Fund Manager

شركة تستثمر الأموال لصالح عملائها.

### العقد المستقبلي Future

اتفاق على شراء أصل ما أو بيعه في تاريخٍ مستقبليٍّ مُحدّد وبسعر يتفق عليه اليوم. ويختلف العقد المستقبلي عن العقد الآجل من حيث أنه عقدٌ منمّط بمواصفات محددة، وبالتالي يمكن تداوله في البورصة.

### التحوط Hedging

شراء سلعة أو ورقة مالية أو أي أداة مالية أخرى أو بيعها بغرض مقابلة الأرباح أو التعويض عن الخسائر المتعلقة بورقة مالية أخرى.

### الاستحقاق Maturity

تاريخ سداد رأس المال إلى حامل السند.

### الاقتصاد المختلط Mixed Economy

نظام اقتصادي يجمع بين خصائص اقتصاد السوق وسياسات التدخل الحكومي.

### السياسة النقدية Monetary Policy

عملية تحديد المصرف المركزي لأسعار الفائدة قصيرة الأجل بغرض إدارة الطلب المحلي وتحقيق استقرار الأسعار في النظام الاقتصادي.

### ممتلكات منقولة Movable Property

تشير الممتلكات المنقولة أو "المنقولات" إلى الممتلكات التي يمكن نقلها من مكان إلى آخر وتشمل الأشياء الشخصية، مثل المركبات والمجوهرات.

### منصات التداول متعددة الأطراف Multilateral Trading Facilities MTFs

الأنظمة التي تجمع بين أطراف متعددة ترغب في بيع الأدوات المالية وشراؤها، بما في ذلك الأسهم والسندات والمشتقات المالية.

### بورصة ناسداك NASDAQ

أحد أسواق المال الأمريكية المتخصصة في شركات التكنولوجيا.

### الدين الوطني National Debt

مجموع الديون المترتبة على الحكومة من القروض الناتجة عن تمويل حالات العجز المتتالية في الميزانية، لا سيما عبر إصدار الأوراق المالية المضمونة من الحكومة.

### القيمة الاسمية Nominal Value

مبلغ السند الذي سيدفع عند الاستحقاق، وتُعرف أيضاً بمصطلح القيمة الأصلية للسند.

### المصرف الاستثماري Investment Bank

شركة متخصصة في توفير التمويل للشركات سواء في صورة أسهم أو ديون.

### شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير Investment Company with Variable Capital ICVC

مصطلح يُستخدم لوصف صناديق الاستثمار المفتوحة (OEIC).

### صندوق الاستثمار المغلق Investment Trust

هو شركة -وليس صندوقاً - تستثمر في مجموعة متنوعة من الاستثمارات.

### السيولة Liquidity

سهولة تداول الأوراق المالية (بيعها وشراؤها) في السوق، ويشار إلى الأسواق شديدة السيولة بأنها "عميقة".

### سندات القروض Loan stock

سند تجاري يصدر في سوق السندات المحلي من دون أي ضمان.

### سوق لندن للأوراق المالية London Stock Exchange LSE

السوق الرئيسية للأوراق المالية في بريطانيا.

### القيمة السوقية (الرسمة) Market Capitalisation

إجمالي القيمة السوقية لأسهم شركة ما.

### صانع السوق Market Maker

شركة عضو في سوق الأوراق المالية تحدد الأسعار وتتداول في الأسهم ضمن مدة التسعير الإلزامي.

### الأسهم الممتازة (أسهم الأفضلية) Preference Share

أسهم تستحق عليها توزيعات أرباح ثابتة، ولا تمنح حملتها حقوق التصويت، لكنها تعطيهم أولوية في تحصيل حقوقهم قبل حملة الأسهم العادية في حال تعثر الشركة مالياً أو إفلاسها.

### العلاوة (ثمن الخيار) Premium

مبلغ نقدي يدفعه حامل عقد الخيار إلى محرر الخيار لقاء الحق الممنوح له.

### السوق الأولية Primary Market

وظيفة أسواق الأوراق المالية في توفير الأوراق المالية في السوق وجمع التمويل.

### خيار البيع Put Option

عقد خيار يمنح للمشتري الحق في بيع أصل ما.

### السوق المحكومة بالتسعير Quote-Driven

نظام للتداول تستخدمه شركات الأوراق المالية التي تحدد أسعار البيع والشراء وتعلن عنها.

### صناديق الاستثمار العقارية المتداولة (صناديق الريتس)

#### Real Estate Investment Trust REIT

صندوق استثمار متخصص بالاستثمار في العقارات التجارية.

### الاسترداد Redemption

سداد قيمة الأصل لحامل الورقة المالية القابلة للاستدعاء (أي التي لها تاريخ استحقاق محدد).

### مشروع القرار Resolution

مقترح يُطرح للتصويت عليه من قبل حملة الأسهم في الشركة.

### سعر العرض Offer Price

يتم الإعلان عن أسعار السندات والأسهم على هيئة سعر الطلب وسعر العرض. وسعر العرض يمثل السعر الأعلى بين الاثنين والسعر الذي يدفعه المستثمر عند الشراء.

### الاقتصاد المفتوح Open Economy

الدولة التي لا تفرض قيوداً على التبادل التجاري مع البلدان الأخرى.

### صناديق الاستثمار المفتوحة Open-Ended

#### Investment Company OEIC

أداة استثمار جماعية على غرار صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة. وتوصف أحياناً بأنها شركات استثمار ذات رأس المال المتغير (ICVC).

### المزاد العلني Open Outcry

نظام للتداول يُستخدم من قبل بعض بورصات المشتقات المالية، حيث يقف المشاركون في المزاد على أرضية البورصة وينادون علناً على المعاملات المالية التي يرغبون في إبرامها.

### الدخول في المعاملة Opening

الشروع بمعاملة تجعل المستثمر في مركز بيع أو شراء على المكشوف.

### عقد الخيار Option

أحد عقود المشتقات الذي يُخوّل المشتري الحق - وليس الالتزام - في بيع أحد الأصول أو شرائه.

### السوق المحكومة بالعرض والطلب Order-Driven

سوق تتم فيه المطابقة بين الباعة والمشتريين وفق ترتيب زمني صارم بحسب السعر وكمية الأسهم التي يتم تداولها، ولا تحتاج إلى صنّاع السوق.

### الإدارة غير النشطة للمحافظ الاستثمارية Passive

#### Management

إحدى طرق الاستثمار تُستخدَم في أسواق الأوراق المالية التي يُعتقد بأنها تتمتع بالكفاءة من حيث السعر.

## مصارف الأفراد Retail Bank

مؤسسة مالية تقدّم التسهيلات المصرفية للأفراد والشركات الصغيرة أو متوسطة الحجم.

## إصدار حقوق الأولوية Rights Issue

إصدار أسهم عادية جديدة وعرضها على حملة الأسهم الحاليين بما يتناسب مع ملكيتهم من أسهم الشركة، وبسعر يكون عادةً أدنى بكثير من سعر الأسهم السائد في السوق.

## السوق الثانوية Secondary Market

السوق حيث يجري تداول الأوراق المالية التي صدرت في السابق.

## الأوراق المالية Securities

الأسهم والسندات.

## الأسهم Shares

تمثّل الأسهم رأس مال الشركة الذي يملكه المساهمون. لذا، يشار إليها أحياناً بمصطلح حقوق الملكية أو حصص في الشركة. وتشمل الأسهم العادية والأسهم الممتازة (أو أسهم الأفضلية). كما يُشار إليها في الولايات المتحدة الأمريكية باسم (stocks) بدلاً من (shares).

## رأس مال الشركة المساهم به Share Capital

القيمة الاسمية لحصص المستثمرين في الشركة أو أسهمها العادية. ورأس المال السهمي المرخص له يُمثّل القيمة الاسمية للأسهم التي يمكن أن تُصدرها الشركة، بينما يُمثّل رأس المال السهمي المُصدر عدد الأسهم التي سبق وأصدرتها الشركة. وغالباً ما يمتدّ مفهوم رأس المال السهمي ليشمل أسهم الأفضلية (الممتازة) في الشركة.

## مشروع القرار الخاص Special Resolution

اقتراح يُعرض على حملة الأسهم ويتطلب موافقة 75% من الأصوات لاعتماده.

## الفارق Spread

الفرق بين سعر الشراء (العرض) وسعر البيع (الطلب)

## عقد المبادلة Swap

مشتق مالي يُتداول خارج الأسواق الرسمية (OTC) يتبادل بموجبه طرفان سلسلة من الدفعات الدورية بناء على القيمة الاسمية للأصل محل العقد في مدة زمنية مُتفق عليها. وقد تكون عقود المبادلة عقوداً لمبادلة معدّلات الفائدة والعملات والأسهم.

## الاستحواذ Takeover

يحصل الاستحواذ عندما تشتري شركة أكثر من 50% من أسهم شركة أخرى.

## صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة Unit Trust

نظام يتم فيه تجميع المال من المستثمرين واستثمار الأموال المجمعة معاً لصالحهم في صندوق مفتوح.

## محرّر عقد الخيار Writer

الطرف البائع لعقد الخيار. ويتقاضى باعة عقود الخيار علاوة (ثمن الخيار) لقاء تحمّلهم للمخاطر الناشئة عن ممارسة العقد.

## العائد Yield

الدخل الناشئ عن استثمار معين، ممثلاً بنسبة مئوية من السعر الحالي.

## منحنى العائد Yield Curve

التمثيل البياني للعلاقة بين عوائد السندات من الفئة ذاتها وأجال استحقاقها.

## السندات الصفرية (بدون فوائد أو قسائم) Zero Coupon Bonds

سندات تصدر بخصم على قيمتها الاسمية ولا تدفع عليها فوائد، غير أنها تُستردّ بقيمتها الاسمية في تاريخ مستقبلي يُحدّد مسبقاً.

# أسئلة متعدّدة الخيارات



## أسئلة متعدّدة الخيارات

وُضعت الأسئلة الإضافية الآتية لأغراض التعلم والمراجعة. في حين أنها تستند إلى المنهج الدراسي، ليست بالضرورة أسئلة الاختبار الفعلية نفسها. وقد أُدرجت لاختبار معرفة المتقدم للامتحان وفهمه الأقسام ذات الصلة من الكتاب الدراسي.

يُرجى اختيار إجابة واحدة عن كلّ سؤال، ثمّ التأكّد من صحتها في نهاية هذا الفصل:

١. من أدوات السياسة النقدية التي يستخدمها المصرف المركزي لإدارة الاقتصاد:

أ. تعديل معدلات الضرائب

ب. تقليل مستوى الإنفاق على الرعاية الاجتماعية

ج. زيادة الإنفاق الحكومي

د. تغيير معدلات الفائدة

٢. ما الجهة التي تتولّى مسؤوليّة الاحتفاظ بالأصول في مكان آمن بوصفها أحد أنشطتها الرئيسية؟

أ. أمين الحفظ

ب. المصرف الدولي

ج. المصرف الاستثماري

د. المصرف ذات الخدمات للأفراد

٣. ما الأثر المتوقّع لارتفاع مستويات الإنفاق الحكومي؟

أ. انخفاض عدد السندات الحكومية الصادرة

ب. انخفاض مستويات التضخّم

ج. نقص في إجمالي الدين الحكومي المستحقّ

د. ارتفاع مستويات التضخّم

٤. اختر العبارة الصحيحة في سياق الحديث عن خيارات البيع والشراء:

أ. لمشتري خيار الشراء حق بيع أحد الأصول

ب. لمشتري خيار البيع حق بيع أحد الأصول أو شرائه

ج. لبائع خيار الشراء حق بيع أحد الأصول

د. لمشتري خيار الشراء حق شراء أحد الأصول

٥. بموجب أي نوعٍ من معاملات الصرف الأجنبي (الفوركس) يجري الاتفاق على سعر الصرف اليوم بشرط تنفيذ المعاملة في وقتٍ لاحق؟
- العقد الآجل
  - العقد المستقبلي
  - العقد الفوري
  - عقد المبادلة
٦. أي مما يلي يُتداول عادةً في أسواق النقد؟
- أذون الخزانة
  - سندات الخزانة الطويلة الأجل
  - سندات الخزانة المتوسطة الأجل
  - سندات الخزانة الطويلة الأجل جداً
٧. إذا كان متوقعاً حصول انخفاض في أسعار الفائدة، فأَي من شروط أقساط القروض العقارية الآتية ستكون الأقل جاذبية للمستثمرين؟
- القرض العقاري بسقف أعلى للسعر
  - القرض العقاري بالسعر المخصوم
  - القرض العقاري بالسعر الثابت
  - القرض العقاري بالسعر المتغير
٨. في حالة تصفية شركةٍ ما، أي من المجموعات الآتية تأتي في المرتبة الأخيرة في لائحة أولويات السداد عادةً؟
- الدائنون
  - حملة السندات
  - حملة الأسهم العادية
  - حملة الأسهم الممتازة (أسهم الأفضلية)
٩. من وظائف المصرف المركزي عادةً:
- العمل بمثابة مؤسسة مصرفية بالنسبة للمصارف
  - الإقراض للشركات التجارية
  - تحديد المعدلات الضريبية
  - تشغيل أسواق الأوراق المالية

## أسئلة متعددة الخيارات

١٠. اختر العبارة الصحيحة في ما يتعلّق بالسندات التجارية:
- أ. تنطوي على مخاطر السوق ومخاطر التخلف عن السداد
  - ب. تنطوي على مخاطر السوق لكن ليس مخاطر التخلف عن السداد
  - ج. تنطوي على مخاطر التخلف عن السداد لكن ليس مخاطر السوق
  - د. لا تنطوي على مخاطر السوق ولا على مخاطر التخلف عن السداد
١١. من الطرف الذي يأمل عادةً في أن ينخفض سعر أصل من الأصول؟
- أ. حامل خيار الشراء
  - ب. المستثمر الذي يشتري عقد مستقبلي على المكشوف
  - ج. محرر خيار البيع
  - د. المستثمر الذي يبيع عقد مستقبلي على المكشوف
١٢. أي من فئات الأوراق المالية الحكومية الأمريكية الآتية تُعدّ أداة مالية صِفرية؟
- أ. سندات الخزنة المتوسطة الأجل
  - ب. سندات الخزنة الطويلة الأجل
  - ج. سندات الخزنة المحميّة من التضخّم
  - د. أدون الخزنة
١٣. ما المصطلح الذي يُستخدَم للإشارة إلى سلوك أحد المتداولين في البورصة الذي يتعمد نشر معلومات مُضلّلة مفادها أنّ الطلب على سهم معيّن أكبر ممّا هو عليه في حقيقة الأمر؟
- أ. استباق التداول قبل الآخرين
  - ب. التداول المكثّف في السهم
  - ج. غسل الأموال
  - د. التلاعب بالسوق
١٤. إذا أعلنت إحدى شركات البطاقات الائتمانية عن سعر فائدة بنسبة ٢٠٪ سنوياً، تُدفع على أساس نصف سنوي (أي مرّة كلّ ستة أشهر)، فما مُعدّل الفائدة السنوي الفعلي؟
- أ. ٢٠٪
  - ب. ٢١٪
  - ج. ٢٢٪
  - د. ٢٣٪

١٥. البوليصة التي لا يُسَدَّد مبلغ التأمين بموجبها إلا في حالة حدوث الوفاة أثناء مدة سريانها تسمى:

- أ. بوليصة التأمين الوقفي
- ب. بوليصة التأمين المؤقت (التأمين لأجل)
- ج. بوليصة التأمين على الدخل
- د. بوليصة التأمين مدى الحياة

١٦. مؤشر إس إس إي (SSE) المُركَّب يمثِّل أسواق الأسهم في:

- أ. كوريا
- ب. اليابان
- ج. الصين
- د. الهند

١٧. ما الورقة الماليَّة الصادرة عن الشركات وتُعدُّ المقابل لأذون الخزانة؟

- أ. السندات الدولية
- ب. الورقة التجارية
- ج. المنتج المالي المُهيكل
- د. شهادة الإيداع

١٨. كيف تُشترى وحدات صناديق الاستثمار المغلقة عادةً؟

- أ. بواسطة تقديم طلب إلى مركز الإيداع والحفظ المركزي للأوراق المالية
- ب. مباشرةً من مدير الصندوق
- ج. بواسطة مدير شركة مُفَوَّض
- د. في البورصة

١٩. أيُّ من الأسواق العالمية للأوراق الماليَّة ما تزالُ تعملُ على أساس النظام المحكوم بالتسعير؟

- أ. سوق لندن للأوراق الماليَّة (LSE)
- ب. بورصة يورونكست (Euronext)
- ج. بورصة ناسداك (NASDAQ)
- د. بورصة نيويورك (NYSE)

## أسئلة متعددة الخيارات

٢٠. إذا عقدت إحدى شركات الطيران اتفاقاً عن طريق أداة مالية متداولة في البورصة مع شركة نفط لشراء كمية محددة من الوقود بسعر محدد بعد ثلاثة أشهر من تاريخ إبرام العقد، ماذا تُسمى هذه الاتفاقية عادةً؟

- أ. عقد خيار
- ب. عقد مستقبلي
- ج. عقد مبادلة
- د. عقد ضمان

٢١. يمتلك مستثمر سندات حكومية قيمتها الاسمية ١,٠٠٠ جنيه استرليني بسعر فائدة نسبته ٧٪، وتداول عند ٩٧ جنيهاً استرلينياً. ما مقدار دفعة الفائدة الإجمالية القادمة التي يمكن أن يتوقع المستثمر استلامها عادةً؟

- أ. ٢٨ جنيهاً استرلينياً
- ب. ٣٣,٩٥ جنيهاً استرلينياً
- ج. ٣٥ جنيهاً استرلينياً
- د. ٣٦,٠٥ جنيهاً استرلينياً

٢٢. أيُّ الأدوات المالية الآتية تشملها عادةً القواعد المتعلقة بتداول الشخص المطَّلع على المعلومات الداخلية للشركة؟

- أ. عقود الخيار على المنتجات الزراعية
- ب. العقود المستقبلية على منتجات الطاقة
- ج. أسهم شركات التكنولوجيا
- د. أسهم صناديق الاستثمار المفتوحة

٢٣. تُصنَّف الأوراق المالية المحميّة من التضخُّم (TIPS) بين أيّ من فئات السندات الحكومية الآتية؟

- أ. السندات التقليدية
- ب. السندات المفصولة (STRIP)
- ج. السندات المرتبطة بالمؤشرات
- د. السندات ذات الأجل الطويل جداً

٢٤. تمتلك سندات خزانة بقيمة اسمية إجمالية تعادل ١٠,٠٠٠ جنيه استرليني وبسعر فائدة (قسمة) نسبته ٥% تُسترد في العام ٢٠٢٠، وتُسعر حالياً عند ١١٢ جنيهاً للسند الواحد وتُدفع عليها فائدة قدرها ٢٥٠ جنيهاً كل نصف سنة. احسب عائد السند الثابت.

- أ. ٤,٤٤%
- ب. ٤,٤٦%
- ج. ٤,٤٨%
- د. ٤,٥٠%

٢٥. أي مما يأتي يُعدّ على الأرجح مثالاً على مشتق مالي يُداول خارج الأسواق الرسمية؟

- أ. عقد الضمان المضمون
- ب. العقد المستقبلي
- ج. عقد الخيار
- د. عقد المبادلة

٢٦. يهدف صندوق استثماري إلى محاكاة أداء أحد المؤشرات، فما استراتيجية الاستثمار التي يستخدمها مدير الصندوق؟

- أ. استراتيجية الاستثمار بعكس الاتجاه السائد
- ب. استراتيجية الاستثمار في الأسهم ذات فرص النمو الجيدة
- ج. استراتيجية الإدارة السلبية
- د. استراتيجية الاستثمار في نوع مُحدّد من الأوراق المالية

٢٧. أي الخيارات الآتية يُعدّ مثالاً على أداة مالية تصدر بخصم على قيمتها الاسمية؟

- أ. الورقة التجارية
- ب. العقار التجاري
- ج. الحساب في سوق النقد
- د. الصندوق في سوق النقد

٢٨. تُعدّ صناديق إف سي بي (FCPS) بمثابة نوعٍ من أنواع:

- أ. برامج الاستثمار الجماعي
- ب. أدوات سوق النقد
- ج. منتجات السلع الزراعية المتداولة
- د. بوالص التأمين على الحياة

## أسئلة متعددة الخيارات

٢٩. أيُّ ممَّا يأتي يُعدُّ أفضل مثال على قرارات الشركة الإلزامية مع خيارات؟

- أ. إصدار الأسهم المجانية
- ب. طلب الاستحواذ على الشركة
- ج. دفع توزيعات أرباح الأسهم
- د. إصدار حقوق الأولوية

٣٠. أيُّ المُنتجات الآتية يتعبَّ غالباً أداء مُؤشِّرٍ ما؟

- أ. صناديق المؤشرات المُتداولة في البورصة
- ب. صناديق الاستثمار المغلقة
- ج. صناديق سيكاف
- د. صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة

٣١. ما الهيكل الذي تستخدمه صناديق الملكية الخاصة غالباً؟

- أ. صندوق استثمار مفتوح
- ب. صندوق استثمار مغلق
- ج. شراكة محدودة
- د. صندوق ائتماني

٣٢. ما الاسم الذي يُطلق عادةً على اليوم الذي يُتوقَّع فيه انخفاض سعر السهم بواقع يُعادل توزيعات أرباحه؟

- أ. تاريخ القيد
- ب. تاريخ تجريد السهم من أرباحه (Ex-dividend day)
- ج. تاريخ دفع توزيعات أرباح الأسهم
- د. تاريخ إعلان توزيعات أرباح الأسهم

٣٣. لدى شركة ٢٠ مليوناً من الأسهم العادية الصادرة سابقاً بقيمة اسمية تبلغ ٥٠ بنساً للسهم الواحد، وقد بلغ سعر السهم عند الإصدار ٢ جنيه استرليني لكنه يُتداول في السوق حالياً بسعر ٤ جنيه. وتعتزم الشركة رسمة الأرباح بمعدّل ١:٢. ما المبلغ النقدي الذي ستجمعه الشركة نتيجةً لهذا الإصدار؟

- أ. صفر
- ب. ١٠ ملايين جنيه استرليني
- ج. ٢٠ مليون جنيه استرليني
- د. ٤٠ مليون جنيه استرليني

٣٤. ما الهيئة التجارية التي يرتبط بها تداول المشتقات خارج الأسواق الرسمية؟
- أ. جمعية أسواق المال الدولية (ICMA)
  - ب. الجمعية الدولية لصفقات المبادلة والمشتقات (ISDA)
  - ج. جمعية الاتصالات المالية العالمية بين البنوك (SWIFT)
  - د. رابطة تراكس (TRAX)
٣٥. أي من الأنشطة الآتية يمكن ربطه بمنصات التداول المتعددة الأطراف (MTF)؟
- أ. اتفاق لتداول عقود المشتقات الآجلة
  - ب. المضاربة بالعملات
  - ج. تأمين مشاركة المخاطر
  - د. تداول الأسهم والسندات
٣٦. ما نوع المعاملة التي يجب على الشركة إجرائها في حالة قيام مساهم حالي بشراء أسهم جديدة في شركة، وعليه زيادة إجمالي الأسهم المُصدرة؟
- أ. إصدار أسهم مجانية
  - ب. إصدار الرسلة
  - ج. إصدار حقوق الأولوية
  - د. تجزئة الأسهم
٣٧. من المالك القانوني للأصول في صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة؟
- أ. مدير الشركة المُفوض
  - ب. الجهة المُودع لديها
  - ج. مدير الصندوق
  - د. أمين الصندوق
٣٨. اختر العبارة "الخاطئة" في ما يتعلق بالاختلافات بين أدوات سوق المال وأدوات سوق النقد:
- أ. يجري تداول أدوات سوق المال وتسيورها في البورصة، ولا ينطبق ذلك على أدوات سوق النقد
  - ب. يحتفظ المستثمرون عادةً بأدوات سوق النقد لمدة زمنية أقصر بالمقارنة مع أدوات سوق المال
  - ج. تُعدّ أدوات سوق النقد كلها أدوات لحاملها، بينما تصدر أدوات سوق المال عادةً بدون شهادات وتُسجّل في السجلات
  - د. يكون الحد الأدنى للاشتراك في أسواق النقد مرتفعاً نسبياً، ما يجعلها غير ملائمة للاستثمار المباشر من قبل المستثمرين الأفراد

## أسئلة متعددة الخيارات

٣٩. حين يُطرح اقتراحٌ أثناء الجمعية العمومية بتعديل النظم الأساسي للشركة، ما هو الحد الأدنى من الأصوات المطلوبة لتنفيذ ذلك الاقتراح؟

- أ. ٥١%
- ب. ٦٧%
- ج. ٧٥%
- د. ٩٠%

٤٠. يبرز الفرق الرئيسي بين السوق الأولي والسوق الثانوي في أن:

- أ. السوق الأولي مخصّص للأسهم والسوق الثانوي للسندات
- ب. يشمل السوق الأولي الأنشطة المحمية والخاضعة للوائح التنظيمية، بينما يغطّي السوق الثانوي الأنشطة غير المحمية وغير الخاضعة لهذه اللوائح
- ج. يمثل السوق الأولي المكان حيث تُطرح الأسهم الجديدة وتُتداول للمرّة الأولى، بينما تُتداول الأسهم الموجودة أصلاً في السوق الثانوي بعد ذلك
- د. يشمل السوق الأولي التداولات المحلية بينما يشمل السوق الثانوي التداولات الدولية

٤١. يُتداول حالياً سندٌ بسعر فائدة (قسمة) نسبته ٥% يُستردّ في العام ٢٠٢٥، بسعر ٨٠ دولاراً أمريكياً من القيمة الاسمية البالغة ١٠٠ دولار. ما أثر ارتفاع السعر بمقدار ٥ جنيه استرليني على عائد السند الثابت؟

- أ. سيرتفع من ٥,٨٨% إلى ٦,٢٥%
- ب. سيرتفع من ٦,٢٥% إلى ٦,٧٥%
- ج. سينخفض من ٦,٢٥% إلى ٥,٨٨%
- د. سينخفض من ٦,٧٥% إلى ٦,٢٥%

٤٢. ما المصطلح المُستخدَم لوصف حالة المستثمر الذي قد تعهّد بشراء - ويمتلك حالياً - عقداً مُستقبلياً يستحقّ بعد أسبوعين؟

- أ. خيار شراء
- ب. خيار بيع
- ج. الشراء على المكشوف
- د. البيع على المكشوف

٤٣. يقوم أحد مرتكبي غسل الأموال بنقل الأموال بصورة نشطة من مُنتج مالي إلى آخر. في أيّ مرحلةٍ من مراحل غسل الأموال يحدث هذا عادةً؟

- أ. الاستثمار
- ب. الدمج
- ج. التمويه
- د. الإيداع

٤٤. يرتبط ٧٠٪ من أصول أحد صناديق الاستثمار بمؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ (S&P 500) بينما تُدار النسبة الباقية باستراتيجية الإدارة النشطة. ما المصطلح الذي يصف الاستراتيجية التي يستخدمها المدير في هذه الحالة؟

أ. استراتيجية الاستثمار المضبوطة في الأسهم ذات فرص النمو الجيدة

ب. الاستثمار بالاتجاه السائد

ج. استراتيجية المركز-التوايح

د. استراتيجية الاستثمار التفاضلية

٤٥. أي مما يلي يشكّل أداة استثمارية تستخدم غالباً الرفع المالي أو التعزيز بالاقتراض إلى حدٍ كبير؟

أ. صناديق التحوُّط

ب. صناديق الاستثمار العقاري المتداولة

ج. صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة

د. شركات الاستثمار المفتوحة

٤٦. قامت إحدى الشركات بإصدار ١٠ ملايين سهماً عادياً بقيمة سوقية ١,٥٠ دولار للسهم الواحد. إذا قامت الشركة بدفع توزيعات أرباح الأسهم بما يعادل ٢ مليون دولار أمريكي، ما نسبة العائد على توزيعات الأرباح؟

أ. ٢٪

ب. ١٣٪

ج. ١٥٪

د. ٢٠٪

٤٧. ما التأثير المحتمل للتضخُّم؟

أ. يعاني المقترضون عادةً من تداعيات التضخم

ب. تنخفض قيمة الضريبة على الدخل الذي يزداد بمعدل يواكب التضخُّم

ج. يحصل المقرضون على مبالغ مالية أعلى بالقيمة الحقيقية عند سداد الديون

د. يعاني أصحاب الدخل المحدود عادةً من تداعيات التضخم

٤٨. إذا استخدم عميل عقد "إجارة" لاقتراض النقود من مصرف إسلامي من أجل شراء عقار، ما حصة المصرف من العقار عند إبرام العقد؟

أ. صفر

ب. مقدار متغيّر يتراوح بين ١٠٪ إلى ٢٥٪

ج. ٥٠٪

د. ١٠٠٪

## أسئلة متعددة الخيارات

٤٩. أي بوليصة من بوالص التأمين على الحياة الآتية تتمتع بخاصية استثمارية مهمة؟

- أ. بوليصة التأمين المؤقت الثابت
- ب. بوليصة التأمين المؤقت المتزايد
- ج. بوليصة التأمين العائلي التي توفر للمستفيدين دخلاً منتظماً
- د. بوليصة التأمين مدى الحياة

٥٠. اختر العبارة التي تصف مفهوم "التحوط":

- أ. ضمان تسوية عمليات التداول جميعاً على أساس التسليم مقابل الدفع
- ب. تنويع الاستثمارات في المحفظة الاستثمارية عبر الاستثمار في مجموعة واسعة من القطاعات و/أو الدول
- ج. شراء أو بيع سلعة أساسية أو ورقة مالية أو أي أداة مالية أخرى بغرض مقابلة الربح أو تعويض الخسارة الناتجين عن الاستثمار في ورقة مالية أخرى
- د. استخدام نظام التسوية عن طريق الأطراف النظرية المركزية (central counterparty) للتخفيف من حدة مخاطر الائتمان

## إجابات الأسئلة متعددة الاختيارات

- ١ د الفصل ٢ ، الفقرتان ٣-٣ و ٤-٣
- يُقصد بالسياسة النقدية التأثيرُ في الاقتصاد عن طريق التحكم في المنظومة النقدية، وذلك باستخدام متغيرات مثل المعروض النقدي ومستوى أسعار الفائدة وشروط توافر الائتمان.
- ٢ أ الفصل ١، الفقرة ٤-٢
- يبرز الدور الرئيسي لأمين الحفظ (Custodian) في حفظ الأصول في مكانٍ آمن.
- ٣ د الفصل ٢، الفقرة ١-٥
- قد يؤدي الإفراط في الإنفاق الحكومي إلى ارتفاع مستوى التضخم.
- ٤ د الفصل ٦، الفقرة ٣-٣
- المقصود بخيار الشراء أن يحصل المشتري على حق شراء الأصل محل العقد بسعر الممارسة المتفق عليه.
- ٥ أ الفصل ٥، الفقرة ٤-٢
- في المعاملة الأجلة، تنتقل النقود فعلياً من يدٍ إلى أخرى في تاريخٍ مستقبلي مُتفق عليه. ويتفق البائع والمشتري على سعر صرفٍ في أيّ تاريخٍ في المستقبل مقابل مبلغٍ ثابتٍ من المال، وتُنقذ المعاملة في ذلك التاريخ المستقبلي بغض النظر عن قيم أسعار السوق في ذلك التاريخ (أي بغض النظر عن ارتفاع أسعار الصرف أو انخفاضها). وقد يمتدّ أجل المعاملة إلى بضعة أيام أو أشهر أو أعوام.
- ٦ أ الفصل ٥، الفقرة ٢
- تُداول أذون الخزانة عادةً في أسواق النقد، ومن المتعارف عليه أن الحكومات، أو الوكالات التي تنوب عنها، تصدرها أسبوعياً لتلبية احتياجاتها للاقتراض على المدى القصير.
- ٧ ج الفصل ٩، الفقرة ٣-٣
- بموجب القرض العقاري ذي سعر الفائدة الثابت، يتحدّد سعر الفائدة الذي يدفعه المقترض لمدةً زمنية أولية، وغالباً ما تشمل السنوات الثلاث أو الخمس الأولى من عمر القرض. فإذا انخفضت معدلات الفائدة واستقرت عند حدٍ منخفض، لا يمكن إلغاء القرض ذي السعر الثابت إلا بعد دفع غرامة الاسترداد للبنك.

- ٨ ج الفصل ٣، الفقرة ١-٢
- في حال توقّف الشركة عن مزاوله عملها (ما يشار إليه غالباً بمصطلح "تصفية الشركة")، لا يستلم حملة الأسهم العادية مستحقّاتهم إلا بعد تسديد ديون الشركة كافة. وبذلك يأتي هؤلاء في المرتبة الأخيرة على سلّم أولويات السداد. وإذا استلمت الأطراف الأخرى كلها تعويضاتها ولم يبقَ شيء لحملة الأسهم العادية، فإنهم سيخسرون استثماراتهم في الشركة كاملةً.
- ٩ أ الفصل ٢، الفقرة ٤-١
- تعمل المصارف المركزية عادةً بصفة مؤسسة تقدم الخدمات المصرفية للمصارف.
- ١٠ أ الفصل ٤، الفقرة ٢-٢-٣
- هناك احتمال أن تتخلف الجهة المُصدّرة عن سداد رأس المال عند الاستحقاق (مخاطر التخلف عن السداد)، كما قد تتأثر قيمة السندات بالتغيّرات التي تطرأ على أسعار الفائدة (مخاطر السوق).
- ١١ د الفصل ٦، الفقرة ٢-٣
- البيع على المكشوف (short) يعني إجراء عملية بيع. والمستثمر الذي يبيع عقد خيار شراء قد يضطر إلى إبرام عقد بيع مستقبلي لمشتري الخيار بسعرٍ مستقبليّ ثابت يُنْفَق عليه في الوقت الحاضر. وهكذا فإنّه يأمل أن ينخفض السعر الفعلي للأصل لكي يُحقّق الربح.
- ١٢ د الفصل ٤، الفقرة ٣-١
- لا تُدفع الفوائد على أذون الخزانة، لكنّها تصدرُ بخصمٍ على القيمة الاسميّة عوضاً عن ذلك.
- ١٣ د الفصل ٨، الفقرة ٣-٢
- تؤدّي إساءة استخدام قواعد السوق إلى إلحاق الضرر بمصالح المستثمرين الماليين بصورة غير مشروعة، ويكون ذلك إمّا مباشرة أو غير مباشرة. وقد تشكّل تصرّفات معيّنة، على غرار التداول بناءً على معلومات داخلية والتلاعب بالسوق، إساءة لاستخدام قواعد السوق.
- ١٤ ب الفصل ٩، الفقرة ٢-٢
- ٢٠% مقسومة على ٢ = ١٠%، ونعبّر عنها برقم عشري: ٠,١٠
- $$١,١٠ = ٠,١٠ + ١$$
- $$١,٢١ = ١,١٠ \times ١,١٠ = ١,٢١$$
- $$١,٢١ - ١ = ٠,٢١ = ١٠٠ \times ٠,٢١ = ٢١\%$$
- ١٥ ب الفصل ٩، الفقرة ٤-٣
- تصمّم بوليصة التأمين المؤقت بحيث يستحقّ سداد مبلغ التأمين فقط في حالة حدوث الوفاة خلال مدّة زمنيّة محدّدة.

- ١٦ ج الفصل ٣، الفقرة ٧  
يُعدّ مؤشر إس إس إي (SSE) المُركَّب المؤشر الرئيسي في الصين.
- ١٧ ب الفصل ٥، الفقرة ٢  
تصدر الورقة التجارية عن الشركات، وتُعدّ فعلياً المقابل لأذون الخزانة لكن على مستوى الشركات.
- ١٨ د الفصل ٧، الفقرة ٣-٤  
تُباع الأسهم في صناديق الاستثمار المغلقة وتُشترى في البورصات مثل أسهم الشركات المدرجة الأخرى.
- ١٩ ج الفصل ٣، الفقرة ٦  
تعمل بورصة ناسداك (NASDAQ) على أساس النظام المحكوم بالتسعير (quote-driven).
- ٢٠ ب الفصل ٦، الفقرة ٢-٢  
العقد المستقبلي اتفاق بين المشتري والبائع، يوافق بموجبه المشتري على دفع مبلغٍ محدّد مسبقاً مقابل استلامه كميةٍ محدّدة من الأصول في تاريخٍ مستقبلي.
- ٢١ ج الفصل ٤، الفقرة ٢-١  
تستحقّ الفائدة عادةً كل ٦ أشهر (نصف سنة)، وتُحتسب على أساس القيمة الاسميّة كما يأتي:  
$$1,000 \times 7\% \times (6 \div 12) = 35$$
 جنيهاً استرلينياً.
- ٢٢ ج الفصل ٨، الفقرة ٣-١  
من بين الأدوات المالية المذكورة في خيارات السؤال، لا تنطبق القواعد المتعلقة بتداول الشخص المطّلع على المعلومات الداخلية للشركة سوى على العقود المستقبلية وعقود الخيار على الأوراق المالية. وهذه القواعد لا تنطبق على صناديق الاستثمار الجماعي.
- ٢٣ ج الفصل ٤، الفقرة ٣-١  
يشير الاختصار (TIPS) إلى سندات الخزانة المحميّة من التضخّم. لذا، فهي من فئة السندات الحكومية الأمريكية المرتبطة بالمؤشرات، ما يجعلها محميّة من المخاطر الناتجة عن التضخّم.
- ٢٤ ب الفصل ٤، الفقرة ٧  
يُحتسب عائد السند الثابت عن طريق قسمة سعر الفائدة (القسمة) السنوية على سعر السند، ثمّ ضرب الناتج بالعدد ١٠٠ للحصول على نسبة مئوية، فتكون المعادلة على النحو الآتي:  
$$100 \times (5 \div 112) = 4.46\%$$

- ٢٥ د الفصل ٦، الفقرة ٤  
عقد المبادلة أو المقايضة (Swap) مشتق مالي يُتداول خارج الأسواق الرسمية.
- ٢٦ ج الفصل ٧، الفقرة ١-٢-١  
تهدف استراتيجية الإدارة السلبية (غير الفاعلة) إلى تحقيق عوائد تتماشى مع نتائج مؤشر أو مقياس معياري محدد.
- ٢٧ أ الفصل ٥، الفقرة ٢  
تصدّر كلُّ من الأوراق التجارية وأذون الخزانة على هيئة سندات صفرية (بدون فوائد أو قسائم)، وبذلك فإنها تصدر بخصم على قيمتها الاسمية.
- ٢٨ أ الفصل ٧، الفقرة ١-٢-٢  
يُعدّ صندوق إف سي بي (FCP) من فئة صناديق الاستثمار الجماعي في أوروبا، وتشبه هذه الصناديق صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة لكنها تستند إلى عقدٍ يُبرم بين مدير الصندوق والمستثمرين أنفسهم.
- ٢٩ د الفصل ٣، الفقرة ٣  
قرارات الشركات الإلزامية مع خيارات هي عبارة عن قرارات تنطوي على خيار تلقائي يُنفذ في حال قرّر حامل الأسهم عدم التدخل في القرار، مثل قرار إصدار حقوق الأولوية.
- ٣٠ أ الفصل ٧، الفقرة ٤  
صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة هي عبارة عن صناديق استثمار تُصمّم عادةً بحيث تتعقّب مؤشراً من المؤشرات.
- ٣١ ج الفصل ٧، الفقرة ٢-٥  
عادةً ما تتمُّ هيكلة شركات الاستثمار في صناديق الملكية الخاصة بطرقٍ تختلف عن هيكلة برامج الاستثمار الجماعية للأفراد. وتؤسّس معظم هذه الشركات في هيكل شراكات محدودة يكون الحد الأدنى للاستثمار فيها مرتفعاً للغاية.
- ٣٢ ب الفصل ٣، الفقرة ٥-٢-٣  
ينخفض سعر السهم عادةً بحلول تاريخ تداول الأسهم من دون أرباحها.
- ٣٣ أ الفصل ٣، الفقرة ٣-٢-٣  
ينطوي قرار رسملة الأرباح على توزيع أسهم مجانية، لذا لا يحتاج المستثمرون إلى تقديم أي تمويل إضافي.

- ٣٤ ب الفصل ١، الفقرة ٣-١٣  
تُعَدّ الجمعية الدولية لصفقات المبادلة والمشتقات (ISDA) الهيئة الممثلة للمؤسسات الاستثمارية حيث تُتداول المشتقات خارج الأسواق الرسمية.
- ٣٥ د الفصل ٣، الفقرة ٦  
توفّر منصات التداول المُتعدّدة الأطراف (MTFs) طريقةً بديلة لتداول الأسهم والسندات عوضاً عن تداولها في الأسواق التقليدية.
- ٣٦ ج الفصل ٣، الفقرة ٣-٢-١  
بموجب حقوق الأولوية، يُمنح المساهم حق الاكتتاب للحصول على أسهم جديدة إضافية بسعر ثابت للسهم الواحد.
- ٣٧ د الفصل ٧، الفقرة ٢-٢-٢  
يُعَدُّ أمين الصندوق المالك القانوني للأصول في صندوق الوحدات الاستثمارية المفتوح، حيث يحتفظ بالأصول لصالح حملة وحدات الصندوق.
- ٣٨ أ الفصل ٥، الفقرة ٣-١-٢  
تجري تسوية المعاملات المرتبطة بأدوات سوق النقد عادةً عن طريق نظام التسوية نفسه المُستخدَم لتسوية الأسهم والسندات، ويمكن شراء الكثير من أدوات سوق النقد (مثل شهادات الإيداع) وبيعها بالطريقة نفسها التي تُشترى فيها الأسهم وتباع. أما العبارات الأخرى فجميعها صحيحة.
- ٣٩ ج الفصل ٣، الفقرة ٣-٣  
لكي يتم اعتماد أيّ اقتراح بإجراء تعديلات على النظام الداخلي للشركة، يجب الحصول على تأييد ٧٥٪ من الأصوات على الأقل، لأنّ قراراً كهذا يُصنّف ضمن القرارات الخاصة.
- ٤٠ ج الفصل ٣، الفقرة ٤  
تُطرح الأسهم الجديدة للمرّة الأولى وتُسوّق في السوق الأولى، بينما تُتداول الأسهم الموجودة أصلاً في السوق الثانوي لاحقاً.
- ٤١ ج الفصل ٤، الفقرة ٧  
سيُتغير العائد من  $(80 \div 5) \times 100 = 16,25\%$  إلى  $(85 \div 5) \times 100 = 17,00\%$ .
- ٤٢ ج الفصل ٦، الفقرة ٢-٣  
يقال عن مشتري العقد المُستقبلي إنّه يشتري على المكشوف.

## أسئلة متعددة الخيارات

- ٤٣ ج الفصل ٨، الفقرة ١-٢  
التمويه Layering [حرفياً: "وضع الطبقات"] يشكّل المرحلة الثانية في عملية غسل الأموال. وتتضمّن هذه المرحلة نقل الأموال من مكانٍ إلى آخر، أو من استثمارٍ إلى آخر بحيث يصعب على السلطات المختصة ربط الأموال المودعة بالمُستفيد النهائي منها.
- ٤٤ ج الفصل ٧، الفقرة ١-٢-٣  
يشار إلى الجمع بين الاستراتيجية السلبية (محاكاة المؤشرات) والإدارة النشطة للاستثمار باسم استراتيجية الإدارة المختلطة أو استراتيجية المركز-التابع (core-satellite).
- ٤٥ أ الفصل ٧، الفقرة ١-٥  
يستطيع كثير من صناديق التحوّط اقتراض الأموال واستخدام المشتقات المالية لتعزيز العوائد المحتملة.
- ٤٦ د الفصل ٣، الفقرة ١-٤  
الربح الموزع للسهم = ٢ مليون دولار أمريكي ÷ ١ مليون = ٠,٢٠ دولار أمريكي  
العائد على الربح الموزع = ٠,٢٠ دولار أمريكي ÷ ١,٥٠ دولار أمريكي = ١٣٪
- ٤٧ د الفصل ٢، الفقرة ١-٥  
يؤدّي التضخّم إلى تناقص القيمة الحقيقية للنقود، ولذلك يعاني أصحاب الدخل المحدود من تداعياته.
- ٤٨ د الفصل ٩، الفقرة ٣-٤  
يشتري المصرف الإسلامي (وليس العميل) العقار بالكامل ويؤجّره للعميل (لمدّة ٢٥ سنة عادةً) بموجب نظام الإجارة. وفي نهاية هذه المدّة، تنتقل ملكيّة العقار إلى العميل.
- ٤٩ ب الفصل ٩، الفقرة ٤-٢  
تُعَدّ بوالص التأمين مدى الحياة من البوالص القائمة على الاستثمار.
- ٥٠ ج الفصل ٦، الفقرة ١-١ ومسرد المصطلحات  
ينطوي التحوّط على بيع أداة مالية أو شرائها من أجل التحوّط ضدّ الربح أو الخسارة الناتجين من الاستثمار في ورقة مالية أخرى.



# خطة المنهج



| الوحدة / عنصر<br>خطة المنهج | الفصل /<br>الفقرة   |
|-----------------------------|---|
| الغصن الأول                 | مقدمة   |
| ١-١                         | قطاع الخدمات المالية<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:   |
| ١-١-١                       | معرفة دور كلِّ مما يلي ضمن قطاع الخدمات المالية:<br><ul style="list-style-type: none"> <li>• مصارف الأفراد/الشركات</li> <li>• مؤسسات الادّخار</li> <li>• المصارف الاستثمارية</li> <li>• المصارف الخاصّة</li> <li>• صناديق التقاعد</li> <li>• شركات التأمين</li> <li>• مدراء الصناديق الاستثمارية</li> <li>• الوسطاء</li> <li>• أمناء الحفظ</li> <li>• المنصات</li> <li>• شركات إدارة استثمارات الغير (TPAs)</li> <li>• الهيئات التجارية والمهنية</li> <li>• الصناديق السيادية</li> <li>• الإقراض المباشر بين النظراء/التمويل الجماعي</li> </ul> |
| ٢-١-١                       | ٣<br>معرفة وظيفة كلِّ من قطاع الأفراد وقطاع الشركات/ الأعمال التجارية، والاختلافات فيما بينهما، والعملاء الأساسيين لكلِّ منهما  |
| ٣-١-١                       | ٤<br>معرفة الدور الذي تُوَدِّيه قنوات توزيع الاستثمارات:<br><ul style="list-style-type: none"> <li>• خدمات المشورة المالية المستقلة والمحدودة بمنتجات معينة</li> <li>• خدمات التنفيذ فقط</li> <li>• المشورة الآلية</li> </ul>   |

| الوحدة / عنصر<br>خطة المنهج | معرفة الموضوعات الآتية:  | الفصل /<br>الفقرة |
|-----------------------------|--|-------------------|
| ٤-١-١                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>التقنية المالية (Fintech)</li> <li>الاستثمار القائم على الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات (Environmental Social Governance ESG)</li> </ul> | ٥                 |

| العنصر الثاني | البيئة الاقتصادية  | الفصل الثاني |
|---------------|--|--------------|
| ١-٢           | <p>البيئة الاقتصادية</p> <p>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:</p>  |              |
| ١-١-٢         | <p>معرفة العوامل التي تؤثر في مستوى النشاط الاقتصادي في كُلِّ من:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>الاقتصاد المخطَّط مركزياً</li> <li>اقتصاد السوق</li> <li>الاقتصاد المُختلط</li> <li>الاقتصاد المفتوح</li> </ul>                       | ٢            |
| ٢-١-٢         | <p>معرفة مراحل الدورة الاقتصادية ودور الحكومة في تحديد:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>السياسة الاقتصادية</li> <li>السياسة المالية</li> <li>السياسة النقدية</li> </ul>   | ١-٣          |
| ٣-١-٢         | <p>معرفة وظيفة المصارف المركزية</p>  | ١-٤          |
| ٤-١-٢         | <p>فهم تأثير البيانات الاقتصادية التالية:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>الناتج المحلي الإجمالي</li> <li>ميزان المدفوعات</li> <li>عجز/ فائض الميزانية</li> <li>مستوى البطالة</li> <li>أسعار الصرف</li> <li>التضخم، الانكماش</li> </ul> | ٢-٤          |

| الوحدة / عنصر<br>خطة المنهج | الفصل /<br>الفقرة  |
|-----------------------------|--|
| العنصر الثالث               | حقوق الملكية/الأسهم  |
| ١-٣                         | تأسيس الشركات وخصائص الأسهم ومزاياها<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:  |
| ١-١-٣                       | معرفة كيفية تأسيس الشركة والفروق بين الشركات الخاصة والعامة  |
| ٢-١-٣                       | معرفة خصائص الأسهم العادية والأسهم الممتازة ومزايا كُلِّ منها من حيث:<br>• توزيعات أرباح الأسهم<br>• الأرباح الرأسمالية<br>• امتيازات المساهمين<br>• حق الاكتتاب في الأسهم الجديدة<br>• حق التصويت             |
| ٣-١-٣                       | التمكّن من حساب عائد توزيعات أرباح السهم   |
| ٤-١-٣                       | فهم المزايا والعيوب والمخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم:<br>• مخاطر تغير الأسعار<br>• مخاطر السيولة<br>• مخاطر الجهة المُصدرة للأسهم<br>• مخاطر تغيير سعر الصرف   |
| ٥-١-٣                       | معرفة ماهية قرارات مجلس الإدارة والفرق بين القرار الإلزامي والقرار الطوعي والقرار الإلزامي مع خيارات بما يشمل عمليات الاستحواذ والاندماج   |
| ٦-١-٣                       | فهم المصطلحات الآتية:<br>• إصدارات الأسهم المجانية/توزيع الأسهم المجانية/ رسملة الأرباح<br>• حقوق الأولوية/ العروض المفتوحة<br>• تجزئة الأسهم/ تجميع الأسهم<br>• توزيعات أرباح الأسهم<br>• عمليات إعادة الشراء |
| ٧-١-٣                       | القدرة على حساب:<br>• السعر النظري للسهم بعد إصدار حقوق الأولوية<br>• السعر النظري للسهم بعد إصدار الأسهم المجانية   |

| الفصل /<br>الفقرة | الوحدة / عنصر<br>خطة المنهج  |
|-------------------|--|
|                   | معرفة الهدف من انعقاد جمعيات الشركات العمومية وصيغتها ٨-١-٣  |
| ٢-٣               | معرفة وظيفة البورصة:<br>• الأسواق الأولية/الثانوية<br>• الإدراج ٩-١-٣  |
| ٦                 | فهم خصائص إيصالات الإيداع:<br>• إيصال الإيداع الأمريكي<br>• إيصال الإيداع العالمي<br>• دفعات توزيعات أرباح الأسهم<br>• كيفية إصدارها/ التداول ما قبل الإصدار<br>• حقوق الاكتتاب ١٠-١-٣   |
| ٧                 | معرفة فئات المؤشرات الرئيسية لأسواق الأسهم واستخداماتها ١١-١-٣   |
| ٨                 | معرفة كيفية تداول الأسهم:<br>• التداول المباشر في البورصة/ التداول خارج الأسواق الرسمية<br>• منصات التداول متعدّدة الأطراف<br>• منصات التداول المحكومة بالعرض والطلب (order-driven)/منصات<br>التداول المحكومة بالتسعير (quote-driven) ١٢-١-٣ |
| ٨                 | معرفة طرق امتلاك الأسهم والمصطلحات ذات الصلة:<br>• الأسهم الاسمية والأسهم لحاملها<br>• تجميد الأسهم واستخدام القيود الرقمية ١٣-١-٣   |
|                   | فهم دور الطرف النظير المركزي في عمليات المقاصة والتسوية ١٤-١-٣   |
| ٨                 | فهم آليات التسوية:<br>• المشاركون<br>• العملية<br>• دورات التسوية ١٥-١-٣   |

| الوحدة / عنصر<br>خطة المنهج | السندات   | الفصل /<br>الفقرة |
|-----------------------------|---|-------------------|
| العنصر الرابع               | السندات   | الفصل الرابع      |
| ١-٤                         | خصائص السندات<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:  |                   |
| ١-١-٤                       | فهم خصائص السندات والمصطلحات المرتبطة بها مثل:<br>• سعر الفائدة (القسيمة)<br>• تاريخ الاستحقاق أو الاسترداد<br>• القيمة الاسمية<br>• العوائد  | ١-٢               |
| ٢-٤                         | السندات الحكومية<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:   |                   |
| ١-٢-٤                       | فهم تعريف السندات الحكومية وخصائصها:<br>• الأنواع<br>• الولايات المتّحدة<br>• المملكة المتّحدة<br>• الصين<br>• فرنسا<br>• ألمانيا<br>• اليابان  | ١-٢ و ٣           |
| ٣-٤                         | السندات التجارية<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:   |                   |
| ١-٣-٤                       | معرفة فئات السندات الآتية وخصائصها:<br>• السندات المحلية<br>• السندات الأجنبية<br>• السندات الخارجية (سندات اليوروبوند)<br>• الأوراق المالية المضمونة بالأصول وتشمل السندات المغطاة<br>• السندات الصّرفية<br>• السندات القابلة للتحويل<br>• السندات الممتازة<br>• السندات متوسطة الأجل ذات معدل فائدة متغير<br>• السندات متوسطة الأجل | ٤ و ٥ و ٦         |

| الوحدة / عنصر<br>خطة المنهج | السندات  | الفصل /<br>الفقرة |
|-----------------------------|--|-------------------|
| ٤-٤                         | عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتَقَدِّم للامتحان:  |                   |
| ١-٤-٤                       | معرفة مزايا الاستثمار في مختلف أنواع السندات وعيوبه المحتملة   | ٢-٢               |
| ٢-٤-٤                       | التمكّن من حساب العائد الثابت للسند  | ٧                 |
| ٣-٤-٤                       | فهم دور وكالات التصنيف الائتماني والفرق بين الدرجة الاستثمارية وغير الاستثمارية                                      | ٣-٢               |
|                             |  |                   |
| العنصر الخامس               | الاستثمارات والأسواق الأخرى  | الفصل<br>الخامس   |
| ١-٥                         | الودائع النقدية<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتَقَدِّم للامتحان:                             |                   |
| ١-١-٥                       | معرفة خصائص حسابات الودائع لأجل والودائع الجارية.  | ١                 |
| ٢-١-٥                       | معرفة مزايا الاستثمار في النقد وعيوبه  | ١                 |
| ٣-١-٥                       | معرفة الاختلافات بين العملات المشفرة والعملات الورقية التقليدية  | ١                 |
| ٢-٥                         | أدوات أسواق النقد<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتَقَدِّم للامتحان:                           |                   |
| ١-٢-٥                       | معرفة الفرق بين أداة سوق المال وأداة سوق النقد   | ٢                 |
| ٢-٢-٥                       | معرفة تعريف كل ممّا يأتي وخصائصها:<br>• أذون الخزانة<br>• الورقة التجارية<br>• شهادة الإيداع<br>• صناديق أسواق النقد | ٢                 |
| ٣-٢-٥                       | معرفة مزايا الاستثمار في أدوات سوق النقد وعيوبه  | ٢                 |

| الوحدة / عنصر<br>خطة المنهج | العقارات  | الفصل /<br>الفقرة |
|-----------------------------|---|-------------------|
| ٣-٥                         | عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:   |                   |
| ١-٣-٥                       | معرفة خصائص الاستثمار العقاري:<br>• العقارات التجارية والسكنية<br>• الاستثمار المباشر/غير المباشر   | ٣                 |
| ٢-٣-٥                       | معرفة مزايا الاستثمار في العقارات وعيوبه المحتملة   | ٣                 |
| ٤-٥                         | سوق العملات الأجنبية (الفوركس)<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:   |                   |
| ١-٤-٥                       | معرفة الهيكل الأساسي لسوق الصرف الأجنبي بما في ذلك:<br>• تسعير العملات<br>• التسوية<br>• المعاملات الفورية والأجلة<br>• عقود مبادلة العملات القصيرة الأجل | ٤                 |
| ٢-٤-٥                       | التمكّن من حساب سعر الصرف الأجل باستخدام معادلة تعادل سعر الفائدة.  | ٤                 |

| الفصل<br>السادس | المشتقات المالية  | العنصر السادس |
|-----------------|---|---------------|
|                 | استخدامات المشتقات المالية<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان: | ١-٦           |
| ١-١             | معرفة استخدامات المشتقات وطرق تطبيقها   | ١-١-٦         |
|                 | العقود المستقبلية<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:          | ٢-٦           |
| ٢               | معرفة العقود المستقبلية ووظيفتها  | ١-٢-٦         |

| الوحدة / عنصر<br>خطة المنهج | الفصل /<br>الفقرة   |
|-----------------------------|---|
| ٣-٦                         | عقود الخيار<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:  |
| ١-٣-٦                       | ٣ معرفة عقود الخيار ووظيفتها  |
| ٢-٣-٦                       | ٣ فهم المصطلحات الآتية:<br>• خيار الشراء<br>• خيار البيع  |
| ٤-٦                         | المصطلحات<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:  |
| ١-٤-٦                       | ٢ فهم المصطلحات الآتية:<br>• الشراء على المكشوف<br>• البيع على المكشوف<br>• الدخول في العقد<br>• الخروج من العقد                      |
| ٣                           | ٣ حامل العقد (أو مالك العقد)<br>• محرر العقد<br>• العلاوة (ثمن العقد)<br>• الاستثمار المُغطى/المضمون<br>• الاستثمار المكشوف/بدون ضمان |
| ٥-٦                         | أسواق المشتقات والسلع<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:  |
| ١-٥-٦                       | ٥ معرفة خصائص المشتقات وأسواق السلع الأساسية  |
| ٢-٥-٦                       | ١-٥ معرفة مزايا الاستثمار في أسواق المشتقات والسلع وعيوبه المحتملة  |
| ٦-٦                         | عقود المبادلة (المقايضة)<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:                                       |
| ١-٦-٦                       | ٤ فهم تعريف عقود مبادلة أسعار الفائدة ووظيفتها  |

| الوحدة / عنصر<br>خطة المنهج | الفصل /<br>الفقرة   |
|-----------------------------|---|
| ٧-٦                         | عقود مبادلة مخاطر الائتمان<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان: |
| ١-٧-٦                       | ٥ فهم تعريف عقود مبادلة مخاطر الائتمان ووظيفتها   |

| العنصر السابع | صناديق الاستثمار   | الفصل السابع |
|---------------|--|--------------|
| ١-٧           | مُقَدِّمة<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:   |              |
| ١-١-٧         | فهم مزايا الاستثمار الجماعي ومخاطره وعيوبه المحتملة  | ١-١          |
| ٢-١-٧         | معرفة الفرق بين الإدارة النشيطة (الفاعلة) والإدارة غير النشيطة (غير الفاعلة) (للمؤشرات مثلاً)  | ٢-١          |
| ٣-١-٧         | معرفة أنواع الصناديق وكيفية تصنيفها  |              |
| ٢-٧           | الصناديق ذات رأس المال المُتغيِّر/الصناديق المشتركة<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:             |              |
| ١-٢-٧         | معرفة خصائص صندوق الاستثمار المفتوح/ صندوق الاستثمار المشترك وأنواع الصناديق المختلفة:<br>• الولايات المتحدة الأمريكية<br>• أوروبا     | ٢            |
| ٣-٧           | شركات الاستثمار المغلقة<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:   |              |
| ١-٣-٧         | معرفة خصائص شركات الاستثمار المغلقة (ذات رأس المال الثابت):<br>• فئات الأسهم<br>• الرفع المالي<br>• صناديق الاستثمار العقاري المتداولة | ٣            |

| الوحدة / عنصر<br>خطة المنهج | الفصل /<br>الفقرة   |
|-----------------------------|---|
| ٢-٣-٧                       | معرفة معنى الخصم والعلو في ما يتعلّق بتسعير شركات الاستثمار المغلقة   |
| ٣-٣-٧                       | معرفة آليات تداول أسهم شركات الاستثمار المغلقة  |
| ٤-٧                         | <b>صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة</b><br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:                    |
| ١-٤-٧                       | معرفة الخصائص الأساسية لصناديق المؤشرات المتداولة في البورصة:<br>• التداول<br>• أساليب المحاكاة<br>• المحاكاة التركيبية/غير التركيبية |
| ٥-٧                         | <b>صناديق الاستثمار البديلة (Alternative Investment Funds)</b><br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان: |
| ١-٥-٧                       | معرفة الخصائص الأساسية لصناديق التحوط:<br>• المخاطر المحتملة<br>• التكلفة والسيولة<br>• استراتيجيات الاستثمار                         |
| ٢-٥-٧                       | معرفة الخصائص الرئيسية لصناديق الملكية الخاصة:<br>• جمع التمويل<br>• تحقيق الأرباح الرأسمالية   |

| العُنصر الثامن | اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية   | الفصل<br>الثامن |
|----------------|--|-----------------|
| ١-٨            | <b>مُقدِّمة</b><br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان: |                 |
| ١-١-٨          | فهم الحاجة إلى التنظيم والترخيص للشركات  | ١-١             |
| ٢-١-٨          | فهم الأهداف الرئيسية للجهات التنظيمية في قطاع الخدمات المالية وأنشطتها                 | ٢-١             |
| ٣-١-٨          | معرفة مدونة قواعد السلوك في المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار (CISI)           | ١-٤             |

| الوحدة / عنصر<br>خطة المنهج | الفصل /<br>الفقرة   |
|-----------------------------|---|
| ٤-١-٨                       | فهم المبادئ الأساسية للنزاهة المهنية والسلوك الأخلاقي في مجال الخدمات المالية   |
| ٢-٨                         | <b>الجرائم المالية</b><br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:   |
| ١-٢-٨                       | معرفة معنى غسل الأموال ومراحل غسل الأموال والجرائم ذات الصلة  |
| ٢-٢-٨                       | معرفة كيفية استغلال الشركات/الأفراد كوسيلة لارتكاب الجرائم المالية:<br><ul style="list-style-type: none"> <li>• الاحتيال</li> <li>• الجريمة الإلكترونية</li> <li>• تمويل الإرهاب</li> </ul> |
| ٣-٨                         | <b>التداول بناءً على معلومات داخلية والتلاعب بالسوق</b><br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:  |
| ١-٣-٨                       | معرفة المخالفات التي تُصنَّف في بند تداول الشخص المطَّع على المعلومات الداخلية للشركة وإساءة استخدام قواعد السوق والأدوات المالية المشمولة بهذه المخالفة                                    |

| الغُصْر التاسع | المنتجات المالية الأخرى  | الفصل<br>التاسع |
|----------------|--|-----------------|
| ١-٩            | <b>صناديق التقاعد</b><br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:   |                 |
| ١-١-٩          | معرفة المزايا التي تُوفِّرها برامج التقاعد   | ١               |
| ٢-١-٩          | معرفة الخصائص الرئيسية لصناديق التقاعد وخصائص المخاطر المتعلقة بها:<br><ul style="list-style-type: none"> <li>• برامج التقاعد الحكومية</li> <li>• برامج التقاعد المهنية (نظام المزايا (أو المنافع) المحددة ونظام المساهمات (أو الاشتراكات) المُحددة)</li> <li>• برامج التقاعد الشخصية</li> </ul> | ١               |

| الوحدة / عنصر<br>خطة المنهج | الفصل /<br>الفقرة  |
|-----------------------------|--|
| ٢-٩                         | القروض<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:  |
| ١-٢-٩                       | ٢ معرفة الاختلافات بين القروض المصرفية والسحب على المكشوف والاقتراض بواسطة البطاقات الائتمانية   |
| ٢-٢-٩                       | ٢ معرفة الفرق بين سعر الفائدة المعروض (أو المعلن) على الاقتراض وسعر الفائدة السنوي الفعلي  |
| ٣-٢-٩                       | ٢ التمكن من حساب معدل الفائدة السنوي المئوي على أساس سعر الفائدة المعروض ومعدل تكرار الأقساط   |
| ٤-٢-٩                       | ٢ معرفة الاختلاف بين الاقتراض المضمون وغير المضمون   |
| ٣-٩                         | القروض العقارية<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:   |
| ١-٣-٩                       | ٣ فهم خصائص سوق التمويل العقاري:<br>• معدلات أسعار الفائدة<br>• نسبة القرض إلى القيمة الحقيقية   |
| ٢-٣-٩                       | معرفة تعريف القرض العقاري وأنواعه:<br>• القرض العقاري ذو الأقساط المنتظمة<br>• القرض العقاري على أساس دفع أقساط الفوائد فقط<br>• القرض العقاري المرتبط بالحساب المصرفي |
| ٣-٣-٩                       | ٤-٣ معرفة تحريم الفائدة في سياق التمويل الإسلامي وأنواع عقود القروض العقارية   |
| ٤-٩                         | التأمين على الحياة<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:  |
| ١-٤-٩                       | ٤ فهم المبادئ الأساسية للتأمين على الحياة وأنواع بوالص التأمين على الحياة:<br>• التأمين لأجل<br>• التأمين مدى الحياة   |

| الوحدة / عنصر<br>خطة المنهج | المشورة المالية   | الفصل /<br>الفقرة |
|-----------------------------|---|-------------------|
| العنصر العاشر               | المشورة المالية   | العنصر ١٠         |
| ١-١٠                        | فهم المجالات الرئيسية للمشورة المالية:<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتَقَدِّم للامتحان:   |                   |
| ١-١-١٠                      | فهم المجالات الرئيسية للمشورة المالية:<br><ul style="list-style-type: none"> <li>• الموازنة</li> <li>• الحماية</li> <li>• الاقتراض</li> <li>• الاستثمار والادخار</li> <li>• التخطيط للحياة</li> <li>• التخطيط العقاري</li> <li>• التخطيط الضريبي</li> <li>• الاعتبارات الخارجية</li> </ul>  | ١                 |
| ٢-١٠                        | عملية المشورة المالية<br>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتَقَدِّم للامتحان:  |                   |
| ١-٢-١٠                      | فهم العوامل الرئيسية في عملية المشورة المالية:<br><ul style="list-style-type: none"> <li>• العلاقة مع العميل</li> <li>• القدرة على تحمل التكاليف</li> <li>• الملاءمة، والموقف من المخاطر</li> <li>• مطابقة الحلول مع الاحتياجات</li> <li>• استخدام مهارات الاتصال في تقديم المشورة</li> <li>• مراقبة ظروف العملاء ومراجعتها، والمعلومات المقدمة للعملاء</li> <li>• حقوق المستهلك وسبل الانتصاف، بما في ذلك الوعي بحدودها</li> </ul> | ٣                 |

| الفصل /<br>الفقرة |   | الوحدة / عنصر<br>خطة المنهج |
|-------------------|---|-----------------------------|
|                   | <p>المفاهيم القانونية في المشورة المالية</p> <p>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:</p>   | <p>٣-١٠</p>                 |
| <p>٢</p>          | <p>معرفة المفاهيم القانونية الرئيسية المتعلقة بما يلي:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• الأشخاص الاعتباريون (إنعدام الوصاية/ الوصاية/ الممثلون الشخصيون/ الأمناء/ الشركات/ الالتزامات المحدودة/ الشراكات)</li> <li>• العقد، القدرة على التعاقد</li> <li>• الوكالة</li> <li>• العقارات والممتلكات الشخصية والملكية المشتركة</li> <li>• التوكيلات</li> <li>• الإعسار والإفلاس</li> <li>• التحديد والإبلاغ عن عمليات الاحتيال</li> </ul> | <p>١-٣-١٠</p>               |

## تفاصيل الامتحان

تُصمَّم كُلُّ ورقةٍ امتحانيةٍ بمواصفات محددة بحيث تتحدد الدَّرجات التي سَتُعطى لكل عنصر، كما هو وارد في الجدول أدناه.

تجدر الإشارة إلى أن الأرقام الموضحة قد تختلف قليلاً من امتحان لآخر، إذ تتوافر مرونة إلى حد ما في تصميم الاختبارات المختلفة من أجل ضمان مستوى محدّد من الصعوبة لكل واحد منها. لكنّ عدد الأسئلة في كل عنصر يبقى ثابتاً لا يتغيّر عن معدل يزيد على سؤلين اثنين سواء بالزيادة أو النقصان.

| رقم العنصر               | العنصر                               | الأسئلة |
|--------------------------|--------------------------------------|---------|
| العنصر الأول             | مقدمة عن قطاع الخدمات المالية        | ٣       |
| العنصر الثاني            | البيئة الاقتصادية                    | ٤       |
| العنصر الثالث            | حقوق الملكية/الأسهم                  | ٩       |
| العنصر الرابع            | السندات                              | ٧       |
| العنصر الخامس            | الاستثمارات والأسواق الأخرى          | ٥       |
| العنصر السادس            | المشتقات المالية                     | ٤       |
| العنصر السابع            | صناديق الاستثمار                     | ٦       |
| العنصر الثامن            | اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية | ٥       |
| العنصر التاسع            | المنتجات المالية الأخرى              | ٥       |
| العنصر العاشر            | المشورة المالية                      | ٢       |
| مجموع عدد أسئلة الامتحان |                                      | ٥٠      |

أحسنت عملاً!

CISI  
CHARTERED INSTITUTE FOR  
SECURITIES & INVESTMENT

# لكن ما هي الخطوة التالية؟

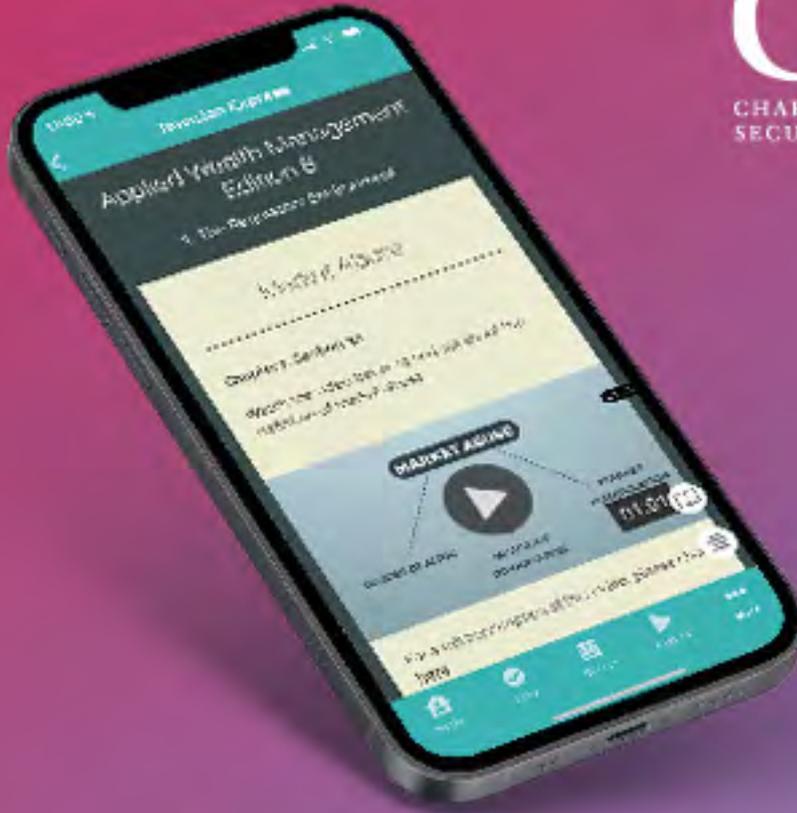
احجز اختبارك مع CISI!

يمكن إجراء اختباراتنا في مركز اختبار قريب منك  
أو عن طريق نظام مراقبة الاختبارات عن بُعد سواء من منزلك أو من غرفة الاجتماعات.

لمعرفة المزيد عن نظام مراقبة الاختبارات عن بُعد،  
قم بزيارة [cisi.org/ri](http://cisi.org/ri)

لإيجاد أقرب مركز اختبار بالنسبة لك،  
قم بزيارة [cisi.org/cbt](http://cisi.org/cbt)

لحجز اختبارك، يرجى زيارة [cisi.org/exam-booker](http://cisi.org/exam-booker) أو الاتصال بمركز خدمة العملاء على + ٤٤ ٢٠ ٧٦٤٥ ٠٧٧٧



## طور دراستك المهنية باستخدام تطبيق

### MyCISI

بحصولك على عضوية الطائفة، يمكنك الوصول إلى جميع موارد التطوير المهني المستمر القيمة التي نقدمها، مثل وحدات التعلم المهني بالمنصة التعليمية المهنية فيديو CISI TV والمزيد.

كل ذلك في تطبيق واحد سهل الاستخدام.

ابحث عن MyCISI من خلال تطبيق Play Store أو App Store.



# كيف ستفيدك عضوية المعهد المُعتمد للأوراق المالية والاستثمار (CISI) بعد إنهاء دراستك

**CISI**  
CHARTERED INSTITUTE FOR  
SECURITIES & INVESTMENT

اكتسب قدرات تنافسية من خلال مزايا عضوية CISI. يتمتع بهذه المزايا أكثر من ٤٣,٠٠٠ مهني في جميع أنحاء العالم كما تساعد أعضائنا على التفوق في تخصصاتهم، فيما يلي بعض الموارد الرئيسية التي يمكنك الوصول إليها كجزء من عضوية الطالب، وللحفاظ بهذه المزايا بعد إنهاء دراستك، اشترك في عضوية CISI الآن.

### CISI TV

مجموعة مختارة من الفعاليات والمقابلات والمقاطع المميزة الخاصة بالتطوير المهني المستمر الأكثر مشاهدة لدينا، وهي متاحة للمشاهدة عبر الإنترنت في أي وقت وفي أي مكان.

أكثر من ٥٠٠ فيديو حسب الطلب

أكثر من ١٢٠,٠٠٠ فيديو حسب الطلب تمت مشاهدتها العام الماضي



### التطوير المهني المستمر وشبكة التواصل والمناسبات الاجتماعية

يقدم برنامجنا الشخصي والافتراضي أهم الموضوعات ورؤى الخبراء وفرص التواصل.

أكثر من ٥٠٠

فعالية كل عام

٢٤

فرع في المملكة المتحدة

و ٩ مجالس استشارية وطنية

ممن يمثلون الأعضاء المحليين وبوجهون المحتوى الذي تقدمه



### التعلم عبر الإنترنت والمنصة التعليمية المهنية

تقدم سلسلة وحدات التعلم المهني تحليلاً متطوراً ورؤية نافذة في التعلم الإلكتروني المصغر للمهنيين في الخدمات المالية.

أكثر من ٢٠٠ وحدة تعلم متميزة

أكثر من ٢٥٠,٠٠٠ مستخدم العام الماضي

١٠ وحدات تعليمية محدثة شهرياً

### مجلة The Review

تضميل المجلة الحائزة على جوائز، والمخصصة لأعضائنا، على أحدث الأخبار والرؤى والتوجهات الفكرية الرائدة التي تؤثر على مهنتك، وهي متاحة على الإنترنت وفي نسخ مطبوعة.

أكثر من ١٠٠,٠٠٠

زائر عبر الإنترنت

العام الماضي



### شبكة المهنيين الشباب (YPN)

تم تطوير شبكة المهنيين الشباب التابعة لنا لمساعدة شباب المهنيين ممن تتراوح أعمارهم بين ١٨-٣٥ سنة على الاستفادة من قدراتهم التفاضلية ومهاراتهم في التطوير المهني من خلال مجموعة مخصصة من المناسبات والمصادر التوجيهية المصممة خصيصاً للشباب.

أكثر من ٣,٠٠٠

عضو في شبكة المهنيين الشباب

### خطابات و بطاقات تعريف مصممة خصيصاً

ميّز نفسك عن زملائك من خلال بطاقات تعريف العضوية الحصرية والخطابات المعونة بدرجة عضويتك لعرض إنجازاتك



ترغب في الانضمام إلينا؟

تبدأ درجات عضويتنا من درجة المنتسب، وهي متاحة لأي شخص، واعتماداً على المؤهلات التي تحصل عليها، قد تكون مؤهلاً للحصول على عضوية متقدمة، مثل عضو بدرجة زمالة أو عضو كامل. اكتشف المزيد على [cisi.org/membership](http://cisi.org/membership)

# التعلم عبر الإنترنت

تحليلات ورؤى متطورة للمهنيين في مجال الخدمات المالية، متوفرة في أي وقت وفي أي مكان

نقدم أكثر من ٢٠٠ وحدة تعليمية إلكترونية لمساعدتك على تلبية متطلبات التطوير المهني المستمر الخاصة بك، وتعرض فيما يلي بعض الوحدات المتاحة.

يقدم معهد CISI هذه المنصة التعليمية المهنية مجاناً للأعضاء كما أنها متاحة أيضاً للطلاب الأعضاء.

لمعرفة المزيد حول الوحدات التعليمية المهنية الإلكترونية، قم بزيارة [cisi.org/pr](http://cisi.org/pr)

## مكافحة غسل الأموال

فهم الصعوبات المتعلقة بغسل الأموال وتوحيد دور مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال والتقنيات المتعلقة بذلك.



## أساسيات أصول العميل وأصول العميل

احصل على نظرة عامة على المبادئ والقواعد عالية المستوى المرتبطة بحفظ أصول العميل وحمايتها.



## تعارض المصالح

اطلع على أمثلة على تعارض المصالح، والأدوات، والسياسات، والإجراءات، وإجراءات الإفصاح، والممارسات الجيدة.



## علوم البيانات

قد أدى التحول الرقمي للعمليات التجارية إلى شرح وتيرة التقطع للبيانات. استفد من بيئة بيانات الخاصة بك.



## التنوع والشمول

شجِّع المسؤولين عن التنوع والشمول ومساعدة التغيير، والمسؤولين عن عمليات التصير والإدارة.



## الجرائم المالية

احصل على نظرة عامة حول كيفية التعامل خاصةً على معلومات داخلية وإساءة استخدام السوق وغسل الأموال وتحويل الأرباح والتقنيات المالية.



## التخطيط المالي

تعرف على لمحة عامة عن صياغة التخطيط المالي والمصطلحات الرئيسية والإنتر التكاملي التي يحتملها.



## التنمية الأخضر

تضم هذه الوحدة المفاهيم الأساسية المتعلقة بالتنمية الأخضر، والآثار واسعة النطاق لمزمنة عليه، والتدابير التي يتم اتخاذها لمكافئته.



## الاستثمار المؤثر

يهدف إلى تطوير مبادئ الاستثمار الأخلاقية والاستدامة من خلال الاستثمار الهادف.



## النزاهة والأخلاقيات

فهم الأخلاقيات في القطاع المالي، وأهمية الثقة والشفافية، والامتثال مقابل الأخلاقيات.



## إساءة استخدام السوق

فحص الممارسات والتقنيات والممارسات الآمنة والتدابير الإبداعية والحلول مع الحلول الأخرى.



## علم الأخصاب في العمل

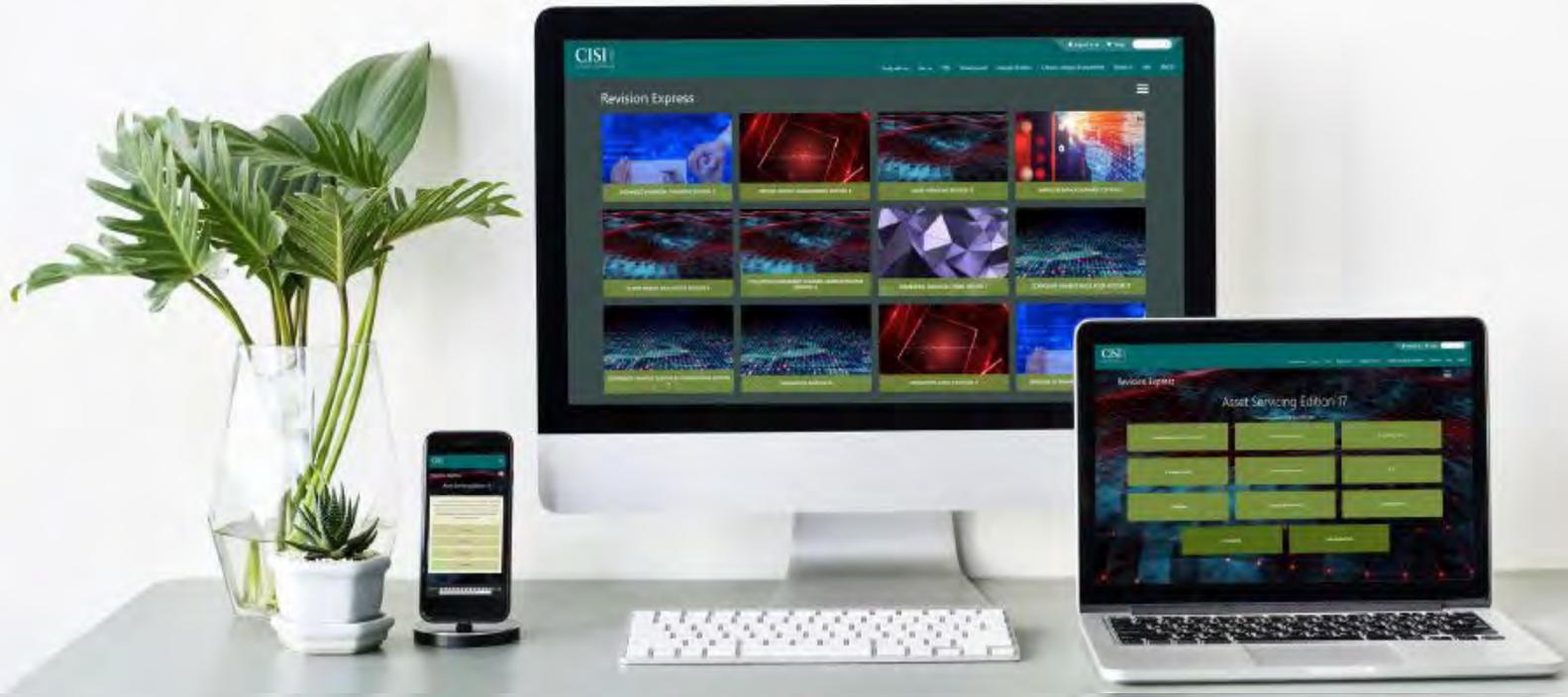
تعلم كيفية العمل على النحو الأمثل دون إيذاء صحتك عند مواجهة زيادة أعباء العمل وتراكم المواقف النهائية.



## منصة المراجعة والتدريب

اختبر معلوماتك قبل الامتحان

منصة المراجعة والتدريب هي أداة تدريبية إلكترونية مكملة للكتب التعليمية التي يصدرها المعهد لمساعدتك على الاستعداد للامتحان. وتحتوي على مجموعة من الأسئلة التي تساعد عملية التعلم عبر التأكيد على مدى فهم المادة، ويتضمن نموذج عينة الاختبار أسئلة تم تجميعها لتحاكي الامتحان النهائي إلى أقصى حد ممكن.



### المزايا الرئيسية

اختبار تدريبي خاص في نهاية الوحدة الدراسية يعكس  
بأكبر قدر ممكن ما ستختبره في الامتحان (مع ذلك،  
يرجى العلم أنها ليست أسئلة اختبار CISI نفسها)

✓ أسئلة شاملة لتأكيد فهم المادة

✓ مسرد شامل للمصطلحات

✓ تسمح لك بالدراسة وقتما تشاء وعلى أي جهاز

### نشاء وحدات المراجعة والتدريب

يرجى زيارة مكتبة CISI عبر الإنترنت على [cisi.org/bookshop](http://cisi.org/bookshop) أو الاتصال بمركز خدمة العملاء على

+٤٤ ٢٠ ٧٦٤٥ ٠٧٧٧

إذا كنت قد اشترت وحدات المراجعة والتدريب بالفعل، فيمكنك الاطلاع إليها عبر تطبيق MyCISI أو MyStudy على [cisi.org/mystudy](http://cisi.org/mystudy)

يرجى ملاحظة ما يلي: لا ينبغي النظر إلى الأسئلة المعروضة في منصة المراجعة والتدريب على أنها عينة من أسئلة الامتحان حيث توجد نماذج متاحة لهذا الغرض.

إمكانيات لا حدود لها مع مؤهلات المعهد المعتمد  
للأوراق المالية والاستثمار **CISI**

مؤهلات معترف بها دولياً تمكنك من التحليق عالياً في عالم  
المال والأعمال .

طور خبراتك، ومسيرتك المهنية ومهارات التسويق الشخصي  
عبر الموقع الإلكتروني : [cisi.org/qualifications](http://cisi.org/qualifications)



