

CISI

CHARTERED INSTITUTE FOR
SECURITIES & INVESTMENT

شهادة في عمليات الاستثمار

مقدمة في الأوراق المالية والاستثمار (المنهاج الدولي)

النسخة العربية ١٨، أكتوبر ٢٠٢٥



يستند هذا الكتاب التعليمي إلى الإصدار رقم ١٨ من الخطة الدراسية ويشمل الامتحانات في المدة الواقعة بين ١١ يناير ٢٠٢٦ حتى ١٠ يناير ٢٠٢٧

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

صُيِّمَ هذا الكتاب التعليمي في المعهد المُعتمد للأوراق المالية والاستثمار لإعداد المتقدمين لامتحان مادة "مُقَدِّمة في الأوراق المالية والاستثمار (المنهاج الدولي)" الذي ينظّمه المعهد.

الناشر:

المعهد المُعتمد للأوراق الماليَّة والاستثمار
© المعهد المُعتمد للأوراق الماليَّة والاستثمار ٢٠٢٥
٢٠ فينتشيرش ستريت، لندن، EC3M3BY

فاكس: +٤٤ ٢٠ ٧٦٤٥ ٠٦٠١

هاتف: +٤٤ ٢٠ ٧٦٤٥ ٠٦٠٠

www.cisi.org/qualifications

بريد إلكتروني: customersupport@cisi.org

تأليف:

جي بي بيكيت

مراجعة وتدقيق:

سيندي تشوستر

كيفين روثويل، عضو بدرجة زمالة في المعهد للأوراق المالية والاستثمار

يُعَدُّ هذا الكتاب دليلاً تعليمياً فقط، ولا يتحمَّل المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار أيَّ مسؤولية عن الأشخاص الذين يستخدمونه لممارسة أنشطة التداول أو الاستثمار بأي شكل من الأشكال.

وفي حين بذل المعهد قصارى جهده للتأكد من دقة محتوى الكتاب، لا يتحمَّل الناشر أو المؤلف أي مسؤولية عن الخسارة التي قد يتعرض لها أي شخص يبرم صفقة أو يمتنع عن إبرام أخرى نتيجة الاطلاع على محتوى هذا الكتاب.

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

تحذير: إنَّ اتِّخاذ أي إجراء غير مرخَّص به في ما يتعلَّق بمحتوى هذا الكتاب، سواء كله أو أي جزءٍ منه، قد يعرضُ صاحبه للملاحقة الجنائية والمُحاكمة المدنية بتهمة إحداث الضَّرر.

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

صُمِّمَت الأسئلة الواردة في هذا الكتاب بوصفها وسيلة مساعدة لمراجعة شتَّى مجالات المنهاج، وتعزيز التعلُّم فصلاً تلو الآخر.

يرجى ملاحظة أنه، في إطار ضمان سلامة الاختبار، لا يُسمَح 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: ١٨،٢ (نوفمبر، ٢٠٢٥)

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 الطبعة 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/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 مُتطلّبات الهيئات التنظيمية الحكومية. فالشهادات الصادرة عن المعهد شهادات تُعترف بها رسمياً مجموعةً كبيرةً من الحكومات وهيئات الرقابة، بدءاً من سنغافورة ووصولاً إلى دبي والولايات المتحدة إلى جانب الهيئات التنظيمية في المملكة المتحدة، حيث يقع مقرّ المعهد الرئيس. ويتقدّم لاختبارات المعهد حوالي ٥٠,٠٠٠ شخص كل عام، ويتحقّن على المتقدمين استخدام الكتب التعليمية الصادرة عن المعهد عند التّحضير لاختباراته من أجل الفوز بأفضل فرص النجاح. وتخضع الكتب الدراسية التي ينتجها المعهد عادةً 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 للامتحانات في تحضيرهم لها. كما تُنشر المعلومات التي تهّم الراغبين في التقدم لامتحانات المعهد في زاوية خاصة على موقعنا الإلكتروني: cisi.org/candidateupdate.

لا يُقدّم هذا الكتاب الدراسي إعداداً دقيقاً وشاملاً للاختبار الذي يرتبط به فحسب، بل إنه يُعدّ مرجعاً قيماً لممارسي المهنة أيضاً، وتشكّل دراسته جزءاً من التطور المهني المستمر. سنُتاح على موقعنا الإلكتروني الامتحانات التجريبية عن معظم المقررات التعليمية التي يوقرها 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 رسومٍ 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. ويمكنكم الاطلاع على مزيد من المعلومات عن الخطوات التالية اللازمة لتحقيق ذلك في نهاية هذا الكتاب.

١ 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.

٢١ 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.

٤١ 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.

٦٩ السندات

نلقي في هذا الفصل نظرةً مُتعمّقة على السندات تشمل: الخصائص الرئيسية للسندات وأنواع السندات الحكومية والتجارية والمخاطر المتعلقة بها وعوائدها.

٩١ 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.

١٠٧ المشتقات المالية

نستعرض بإيجاز المشتقات المالية سعياً لتوفير فهم أفضل للخصائص الأساسية للعقود المستقبلية وعقود الخيار وعقود المبادلة والمصطلحات التقنية المتعلقة بها.

١٢١ صناديق الاستثمار

يركّز 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.

١٤١ اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية.

يُعدّ التعرف على القوانين التنظيمية للاستثمار من الأمور الأساسية للعاملين في قطاع الاستثمار في يومنا هذا. يقدم هذا الفصل لمحةً عامةً عن اللوائح التنظيمية الدولية ويناقش عدداً من المواضيع المحددة، مثل غسل الأموال وتداول الشخص المّطلع على المعلومات الداخلية للشركات والرشوة، علماً بأنه يتضمن أيضاً قسماً مخصصاً للحديث عن النزاهة والأخلاقيات المهنية.

- ١٥٥ المنتجات الماليّة الأخرى
نختتم هذا الكتاب بمراجعة الأنواع الأخرى للمنتجات المالية، بما يشمل القروض والقروض العقارية
ومنتجات التأمين بما في ذلك التأمين على الحياة.
- ١٧١ المشورة الماليّة.
نختتم هذا الكتاب بالنظر في المجالات الرئيسة للمشورة المالية، وعملية المشورة المالية والمفاهيم
القانونية.
- ١٩٣ مسرد المصطلحات
- ٢٠١ أسئلة متعدّدة الخيارات
- ٢١٧ خطة المنهاج

من المتوقع أن تستغرق دراسة هذا الكتاب التعليمي حوالي ٨٠ ساعة

ما التالي؟

يمكنكم الاطلاع على تفاصيل عضوية المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار في الغلاف الخلفي لهذا الكتاب.

أتريدون المزيد من الدعم للنجاح في الاختبار؟

انظروا إلى القسم الذي يتحدث عن شركائنا المعتمدين في التدريب.

أتريدون تسجيل ملاحظة أو تعليق؟

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

الفصل الأول

مقدمة: قطاع الخدمات المالية

٣	١ . قطاع الخدمات الماليّة
٣	٢ . الأسواق الماليّة
٨	٣ . الأطراف المشاركة
١٥	٤ . قنوات توزيع الاستثمارات
١٧	٥ . الحوكمة الاجتماعيّة والبيئيّة وحوكمة الشركات (ESG)

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

١- قطاع الخدمات المالية

لتقديم هذا الكتاب، سوف نتناول في هذا الفصل الدور الذي يقوم به قطاع الخدمات المالية على صعيد الاقتصاد المحلي ونظام رأس المال العالمي. ففي هذا النظام، تزداد الخدمات المالية ترابطاً وتكاملاً، تماماً كما الطابع العالمي المتزايد للتجارة وتدفقات رأس المال.

من هنا كان مهماً أن نفهم الدور الجوهري لقطاع الخدمات المالية العالمي وخصائصه الرئيسية.

كجزء من نظام رأس المال العالمي، يوفّر قطاع الخدمات المالية حلقة الوصل بين المنظمات والشركات التي تحتاج إلى المال وتلك التي تملك رؤوس أموال متاحة للاستثمار. فمثلاً، قد يتوفر 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 والسيادة والمشورة والإدارة.

يوضح هذا الفصل كيفية هيكلة القطاع المالي والأطراف المشاركة الأساسية.

٢- الأسواق المالية

هدف التعلّم

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

يمكن التمييز بين مجالين رئيسيين ضمن قطاع الخدمات المالية هما: الشركات، والأفراد. 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 الأقسام من ١-٢ إلى ٨-٢:

- أسواق الأسهم - تداول الأسهم المدرجة.
- أسواق السندات - تداول سندات الحكومات، أو الشركات، أو المنظمات العابرة للحدود الوطنية.
- الصرف الأجنبي - تداول العملات.
- المشتقات المالية - تداول عقود الخيار، وعقود المبادلة، والعقود الآجلة، والعقود المستقبلية.



- **أسواق التأمين** - خدمات التأمين للشركات الكبرى (بما في ذلك بوالص التأمين المهنية ضد الأضرار)، وإعادة التأمين، والتأمين الذاتي، والتأمين القائم على مشاركة المخاطر.
- الإقراض التجاري - قروض تجارية بين شركات ومؤسسات مالية.
- الأسواق الخاصة - استثمارات خارج البورصة في الأسهم (حقوق الملكية) والسندات والأصول العينية.
- الأسواق الرقمية - تداول الممتلكات الرقمية غير المادية، بما فيها العملات المشفرة.

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، يركز قطاع الأفراد على الخدمات المقدمة للعملاء الأفراد:

- الخدمات المصرفية للأفراد - المجموعة التقليدية من الحسابات المصرفية الجارية، وحسابات الودائع المصرفية، والإقراض، وبطاقات الائتمان.
- التأمين - تقديم مجموعة متنوعة من برامج الحماية والتأمين على الحياة، تغطي مجالات مثل: الطبي، والحالات الصحية الحرجة، والسيارات، والمنازل والعقارات، والدخل، والتأمين على القرض العقاري.
- صناديق التقاعد - توفير حسابات استثمارية مصممة خصيصاً لتخصيص مدخرات 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 وحدها، إلى الخدمات المصرفية الخاصة والخدمات المتكاملة لإدارة الثروات.
- التخطيط المالي والمشورة المالية - مساعدة الأفراد على تحديد أهدافهم المالية والتخطيط للمستقبل.

١-٢ أسواق الأسهم

تعد أسواق الأسهم، المعروفة أيضًا باسم أسواق الأوراق المالية، جزءًا مهمًا من النظام المالي العالمي. تعمل هذه الأسواق كمنصات لبيع حصص الملكية المعروفة باسم "الأسهم" أو "السندات" في الشركات المتداولة علنًا وشرائها.

تمكّن أسواق الأسهم الشركات من زيادة رأس المال عن طريق بيع الأسهم للمستثمرين. ويصبح المستثمرون بدورهم مالكيين جزئيين للشركة وقد يستفيدون من الأرباح المحتملة من خلال زيادة رأس المال وتوزيعات أرباح الأسهم. يشمل المشاركون في أسواق الأسهم المستثمرين الأفراد، والمؤسسات الاستثمارية (مثل شركات التأمين وصناديق التقاعد)، والتجار، وصنّاع السوق. تحدد الإجراءات الجماعية لهؤلاء المشاركين أسعار الأسهم. وبشكل عام، تتأثر أسعار الأسهم بعوامل مختلفة، بما في ذلك أداء الشركة والمؤشرات الاقتصادية والأحداث الجيوسياسية ومزاج المستثمرين. وتحدد ديناميات العرض والطلب قيمة الأسهم في حينه.

تعمل أسواق الأسهم في بورصات منظمة، مثل بورصة نيويورك (NYSE) أو بورصة ناسداك (NASDAQ) في الولايات المتحدة، وبورصة لندن (LSE) في المملكة المتحدة وغيرها كثير في جميع أنحاء العالم. وتوفّر البورصات بيئة منظمة لشراء الأوراق المالية وبيعها.

تتبع المؤشرات المرجعية، مثل S&P 500 أو مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA) أو FTSE 100، أداء سلة نموذجية من الأسهم. وتوفّر هذه المؤشرات تبصراً باتجاهات السوق العامة وتستخدم كمعايير للأداء.

تؤدي أسواق الأسهم وظائف عدة، بما في ذلك تخصيص رأس المال واستكشاف الأسعار وتوفير السيولة. وهي تسهّل نقل الملكية في الشركات، ما يسمح للمستثمرين بشراء الأسهم وبيعها بناءً على طلب السوق.

تخضع أسواق الأسهم لرقابة تنظيمية صارمة لضمان تداول عادل وشفاف. تقوم الهيئات التنظيمية، مثل هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) أو هيئة السلوك المالي (FCA) في المملكة المتحدة، بوضع القواعد ومراقبة أنشطة السوق.

مقدمة: قطاع الخدمات المالية

غير التقدم التكنولوجي أسواق الأسهم، مع انتشار منصات التداول الإلكترونية والتداول الخوارزمي. وقد أدت هذه الابتكارات إلى زيادة الكفاءة وخفض تكاليف المعاملات. وتترابط أسواق الأسهم عالمياً، ما يسمح للمستثمرين بتداول الأسهم المدرجة في البورصات حول العالم. ولقد زادت العولمة من الاستثمارات عبر الحدود وخلقت نظاماً بيئياً مالياً أكثر ترابطاً.

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

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

المصدر: اتحاد البورصات العالمي

٢-٢ أسواق السندات

بالمقارنة مع أسواق الأسهم، تمثل أسواق السندات، المعروفة أيضاً بأسواق الدخل الثابت، ذلك الجزء من النظام المالي العالمي الذي تُشترى فيه أدوات الدين وتُباع. ولذلك، توفر أسواق السندات منصة لإصدار سندات الدين وتداولها. وتقوم الحكومات والشركات وكيانات أخرى مثل الهيئات فوق الوطنية بإصدار سندات لزيادة رأس المال. ويشارك المستثمرون الذين يبحثون عن مزيج من الدخل والحفاظ على رأس المال، في أسواق السندات.

تصوغ ديناميات أسواق السندات عوامل مثل أسعار الفائدة والظروف الاقتصادية ومخاطر الائتمان، ما يؤثر في تسعير أدوات السندات وأدائها.

في هذا السياق، تقوم الهيئات التنظيمية، مثل الرابطة الدولية لسوق رأس المال (ICMA)، بدور حاسم في وضع المبادئ التوجيهية والإشراف على أنشطة السوق لضمان العدالة والشفافية.

سوف نستعرض مزيداً من التفاصيل عن السندات في الفصل الرابع.

٣-٢ أسواق العملات الأجنبية (الفوركس)

تعمل أسواق الفوركس (العملات الأجنبية أو FX) على تسهيل مبادلة عملة بأخرى، وتحديد أسعار الصرف التي تعكس القيمة النسبية للعملات المختلفة. وينخرط المشاركون في تداول العملات الأجنبية لأغراض مختلفة، بما في ذلك التجارة الدولية والاستثمار والمضاربة وإدارة المخاطر.

تشمل المجموعة المتنوعة من المشاركين في أسواق الفوركس بنوكاً مركزية وبنوكاً تجارية ومستثمرين مؤسسين وشركات وحكومات. ولدى كل منهم دوافعه ومنظوراته الفريدة، ما يساهم في سيولة السوق وكفاءته.

تعمل أسواق الفوركس بطريقة لا مركزية، من دون وجود بورصة مركزية. وبدلاً من ذلك، يتم التداول إلكترونياً في سوق خارج البورصة (OTC)، مع شبكة من البنوك والمؤسسات المالية المترابطة التي تسهل المعاملات على مدار ٢٤ ساعة يومياً، خمسة أيام في الأسبوع. تُتداول العملات في أزواج، حيث يتم تبادل عملة بعملة أخرى. وتشتمل أزواج العملات الرئيسية، مثل الدولار الأميركي/اليورو، الين الياباني/الدولار الأميركي، على العملات الأوسع استخداماً، في حين تشتمل الأزواج الثانوية و"الغريبة" على عملات من اقتصادات أصغر.

تتقلب أسعار الصرف، أو القيم النسبية للعملات، على أساس ديناميات العرض والطلب. وتشمل العوامل المؤثرة على أسعار الصرف المؤشرات الاقتصادية والأحداث الجيوسياسية وأسعار الفائدة والشعور السائد في السوق.

تشتهر أسواق الفوركس بسيولتها العالية، ما يتيح للمشاركين شراء العملات وبيعها بسهولة. وتتميز أزواج العملات الرئيسية بأحجام تداول كبيرة، فتوفّر فروقاً ضيقة بين أسعار البيع والشراء، ما يقلل من تكاليف المعاملات المالية. يمكن للمشاركين الانخراط في تداول العملات الأجنبية لأغراض المضاربة، والسعي للاستفادة من تحركات أسعار العملات. بالإضافة إلى ذلك، تستخدم الشركات والمستثمرون أسواق الفوركس للتحوط وإدارة المخاطر المرتبطة بتقلبات العملة.

قد تتدخل البنوك المركزية في أسواق الفوركس لتحقيق الاستقرار في عملاتها المحلية أو التأثير فيها. ويمكن أن تشمل مثل هذه التدخلات شراء العملات أو بيعها لتحقيق أهداف اقتصادية محددة.

أحدث التقدم التكنولوجي تغييراً في تداول العملات الأجنبية، حيث توفر المنصات الإلكترونية عروض الأسعار في حينه، وأدوات الرسوم البيانية المتقدمة وقدرات التداول الخوارزمية. وقد أدى هذا إلى إضفاء الطابع الديمقراطي على الوصول إلى هذه الأسواق، ما سمح لتجار التجزئة بالمشاركة إلى جانب اللاعبين المؤسسيين.

سوف نلقي على الفوركس نظرة مفصلة أكثر في الفصل الخامس.

٤-٢ أسواق المشتقات المالية

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

تتوفر 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. وبالاستناد إلى القيمة التقديرية للديون التي لم يحن موعد استحقاقها بعد، يبلغ حجم التداول في المشتقات المالية خارج الأسواق الرسمية على مستوى العالم حوالي أربعة أضعاف حجم الأسهم المدرجة رسمياً في أسواق الأسهم.

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. أمّا بالنسبة إلى العملات، فيسيطر اليورو والدولار الأمريكي على سوق المشتقات المرتبطة بأسعار الفائدة، ويرجع إليهما أغلب الفضل في النمو الذي شهدته هذه الأسواق منذ عام ٢٠٠١. وقد جاء هذا النمو في السوق ليكون ردّ فعلي على انهيار أسواق الأسهم بين عامي ٢٠٠٠ و ٢٠٠٢ حين سعى المتداولون إلى حماية مراكزهم من مخاطر تقلب أسعار الفائدة. ويحتل قطاع المشتقات المالية المرتبطة بأسعار الصرف الأجنبي المرتبة الثانية، حيث تُستخدم هذه المشتقات للمضاربة على تحركات العملات والتحوط ضد مخاطر تجارة العملات (الفوركس). وتأتي العقود المرتبطة بالأسهم، والمشتقات الائتمانية، وعقود السلع الأساسية في المرتبة التالية، وهذه تُستخدم في التحوط ضد المخاطر أو في المضاربة.

وسنستعرض المزيد من التفاصيل عن المشتقات المالية في الفصل السادس.

٥-٢ أسواق التأمين

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

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 تشاينا لايف (China Life) وأليانز (Allianz) وأكسا (AXA).

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

مقدمة: قطاع الخدمات المالية

لا تُعد لويديز مجرد شركة تأمين إنما سوق تجمع بين مجموعة من جهات التأمين أفراداً وشركات، 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 بالكمال 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 الاتحادات ويقوم كل اتحاد "بالتعهد بالتغطية التأمينية"، أي يتحمل كلاً أو جزءاً من مخاطر التأمين. ويوجد عدد كبير من الاتحادات، وكل اسم ينتمي إلى واحد أو عدد منها. وبأمل كل اتحاد أن تتجاوز **العلاوات** المستلمة قيمة المطالبات المدفوعة؛ وفي هذه الحال، سيحصل كل فرد من أفراد Names على حصة من الأرباح (بعد خصم المصاريف الإدارية).

توفّر لويديز التأمين ضد مجموعة من المخاطر المتخصصة والمعقدة في حالات الإصابة وفي قطاعات العقارات والطاقة والسيارات والطيران والملاحة البحرية 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 ومعقدة.

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

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

٦-٢ الإقراض التجاري

يشتمل **الإقراض التجاري** على ترتيبات إقراضية بين الشركات والمؤسسات المالية. فُدر حجم سوق الإقراض التجاري العام في العام ٢٠٢٣ بـ ٩,٧ تريليون دولار، وفي العام ٢٠٢٤ بـ ١٠,٦٨ تريليون دولار^١. ويُستخدم هذا الإقراض لتمويل النفقات الرأسمالية وتكاليف التشغيل التي قد لا يُمكن للشركة أن تتحملها. فغالباً ما تمنع تكاليف الدخول إلى سوق من الأسواق، والعقبات التنظيمية المرتبطة بها، الشركات الصغيرة من امتلاك رأس المال الضروري لذلك. وعادةً ما تفتقر الشركات الأصغر إلى الوصول المباشر إلى أسواق السندات والأسهم للحصول على تمويل. ولهذا، يُمكن الاستفادة من الاقتراض لدعم احتياجات التمويل قصيرة الأجل لتغطية تكاليف التشغيل، أو شراء معدات تشغيلية، أو تمويل رواتب الموظفين، أو شراء مستلزمات الإنتاج والتصنيع.

عادةً ما تتطلب القروض التجارية من الشركة تقديم ضمانات. قد تتخذ هذه الضمانات شكل ممتلكات أو مصنع أو معدات يُمكن للمقرض أن يحوزها في حال التخلف عن السداد أو الإفلاس. وفي بعض الحالات، تُستخدم التدفقات النقدية المتولدة عن الأرباح المتوقعة (حسابات المدنيين) كضمان للقرض. هكذا، يُمكن للشركات الأصغر حجماً أن تعتمد على منتجات إقراض مختلفة، مثل التسهيلات الائتمانية، أو القروض غير المضمونة، أو القروض لأجل. وهي منتجات موصوفة أدناه.

- التسهيلات الائتمانية، حيث يحصل المقرض على حدٍ ائتمانيّ محدد، مما يسمح له بالاقتراض على نحوٍ متكرر حتى يصل إلى حد الائتمان المتفق عليه.
- القروض غير المضمونة، وتكون عادةً غير متجددة، إذ يتلقى المقرض الأموال ويبدأ في سداد الدين بزيادات دورية. ولا يكون القرض مضموناً بضمانات.
- القروض لأجل، وهي تشبه القروض غير المضمونة، لكنها عادةً ما تشتمل على تقديم ضمانات لتأمين القرض ضد التخلف عن السداد أو الإفلاس، وقد تتطلب دفعات أولية مقدّماً.
- أشكال الإقراض التجاري الأخرى، وتتضمن القروض قصيرة الأجل، والرهون العقارية الصادرة لمصلحة شركات تجارية عقارية، وقروضاً قابلة للتجديد يُمكن تمديدتها إلى أجل غير مسمى.

٧-٢ الأسواق الخاصة (البدائل)

بالإضافة إلى الأسواق المتداولة في البورصة، كأسواق السندات والأسهم، تُستثمر أصول أخرى خارج البورصة وتُتداول خارج الأسواق الرسمية (OTC). تشمل السوق الخاصة، المعروفة كذلك باسم البدائل، الأسهم الخاصة، الائتمان/ الدين الخاصين، والأصول العينية مثل الممتلكات والتحف والمقتنيات. وقد بلغ إجمالي الأصول المُدارة (AUM) في الأسواق الخاصة ١١,٧ تريليون دولار أميركي في عام ٢٠٢٢، مقارنةً بـ ١٠ تريليون دولار أميركي في عام ٢٠٢١، و٧,٤ تريليون دولار أميركي في عام ٢٠٢٠، ويُتوقع أن يتجاوز عتبة ١٥ تريليون دولار أميركي في عام ٢٠٢٥، وعتبة ١٨ تريليون دولار أميركي بحلول عام ٢٠٢٧.

٨-٢ التمويل الرقمي (بما فيه العملات المشفرة)

تشكّل الأسواق المذكورة أعلاه الغالبية العظمى من الخدمات المالية. لكن أسرع الأسواق نموًا في يومنا هذا هو سوق الملكية الرقمية بما في ذلك الترميز (التشفير). وفي حين أن فعالية الخصائص الاقتصادية والاستثمارية للعملات المشفرة لا تزال محل نقاش، لا يُمكن إنكار الصعود السريع للعملات المشفرة على مستوى العالم، وذلك بقيادة أكبر عملة مشفرة، البيتكوين. ويمثّل صعود هذه العملات المشفرة ظهور أسواق بديلة جديدة تتداول الممتلكات الرقمية من دون وجود أساس مادي لها، وهي لا تُتداول في الأسواق التقليدية.

تخطت القيمة الدولارية لعملة بيتكوين واحدة حاجز الـ ١٠٠ ألف دولار في ديسمبر ٢٠٢٤. وتتجاوز قيمة سوق بيتكوين الآن ٢ تريليون دولار، مما يجعلها إحدى أعلى الممتلكات المتداولة في العالم. ونشهد، في السنوات الأخيرة، دمج العملات المشفرة في التمويل التقليدي، مثل الصناديق المتداولة في البورصة، والصناديق المشتركة، والمشتقات المالية، وصناديق التقاعد.

٣- الأطراف المشاركة

هدف التعلّم

١-١-١ معرفة دور كلّ مما يلي ضمن قطاع الخدمات المالية: مصارف الأفراد/الشركات؛ مؤسسات الادّخار؛ المصارف الاستثمارية؛ المصارف الخاصة؛ صناديق التقاعد؛ شركات التأمين؛ مديرو 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 كلّ منها وظيفة متخصصة، لذلك لا بدّ من فهم الأدوار التي تؤديها كل منها من أجل استيعاب كيفية تنظيم القطاع وآليات التفاعل بين المشاركين فيه.

وعلى الرغم من أن الأقسام الآتية تتضمن شرحاً مفصلاً لكلّ من هذه المؤسسات على حدة، فإنّ طبيعة الاتّحادات 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)

تقدّم 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 ومُدراء الأصول.

تقدم المصارف الاستثمارية عادةً بعض الخدمات التالية أو جميعها:

- جمع التمويل وتقديم المشورة للحكومات والشركات على السواء. وبالنسبة إلى عملائها من الشركات، يرتبط هذا عادةً بإصدارات جديدة من الأوراق المالية لزيادة رأس المال، بالإضافة إلى تقديم المشورة في ما يتعلق بعمليات الدمج والاستحواذ.

مقدمة: قطاع الخدمات المالية

- التداول في الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية وتوفير كافة التجهيزات اللازمة لإجراء عمليات الوساطة والتوزيع.
- تداول سندات الخزينة 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 الأرصدة المالية الضخمة. وقد تصل قيمة الأموال المُدارة في المصارف الاستثمارية الأكبر حجماً إلى عدة مليارات من الدولارات.

ويقتصر تقديم الخدمات في المجالات السابقة مجتمعاً على عددٍ قليلٍ من المصارف الاستثمارية. فمعظم المصارف الأخرى تميل إلى التخصص نوعاً ما، وتقدم خدماتها في عدد قليل من هذه المجالات فحسب. وقد عمد عددٌ من المصارف إلى تنويع 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 مديري الصناديق وصناديق التقاعد وشركات التأمين، وتشمل أنشطتها ما يأتي:

- حفظ الأصول كالأسهام 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.

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 أمناء الحفظ الدوليين، الذين هم غالباً فروع من المصارف الكبرى، يسيطر اليوم على قطاع الحفظ الآمن للأصول؛ ومن بين أشهر أمناء الحفظ الدوليين على مستوى العالم بنك أوف نيويورك ميلون (BNY Mellon) ومؤسسة ستريت ستريت (State Street).

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

٣-٣ مصارف الأفراد/ المصارف التجارية

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

طالما 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. وتُعرف البنوك التي تختص بتقديم مثل هذه الخدمات المتعددة باسم "التكتلات المالية". ويُعرف بنك التسويات الدولية (BIS) التكتل المالي بأنه:

"أي مجموعة من الشركات الخاضعة لسيطرة مشتركة تمثل أنشطتها الحصرية أو الرئيسة بتقديم خدمات مهمة 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 وتخصص في مجالات تعاني من نقص في الخدمات التي تقدمها في العادة البنوك التقليدية الأكبر حجماً، وتتميز عن الأنظمة المصرفية التقليدية باعتمادها على التقنية المالية الحديثة، وليس لديها أي فروع قائمة على أرض الواقع.

٤-٣ مؤسّسات الادّخار

بالإضافة إلى مصارف الأفراد، توجد في معظم الدول مؤسّسات ادّخار استهلت عملها عن طريق التخصّص في تقديم منتجات الادّخار للعملاء الأفراد، غير أنّها أصبحت اليوم تُقدّم مجموعة من الخدمات المُماثلة لتلك التي تقدّمها المصارف.

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

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) باللّغة الإنجليزيّة، 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 هيئة الإقراض المباشر بين النظراء والتمويل الجماعي.

الإقراض المباشر بين النظراء

في النموذج المصرفي التقليدي، تأخذ البنوك الودائع من المودعين وتدفع لهم سعر فائدة محدّد ومن ثمّ 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 أقلّ 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 المتوفرة بتفاوت نوع المقترض الذي يفترض من موقع الإقراض المباشر بين النظراء والمخاطر التي يقبل المقرض التعرض 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 تتوفر له إمكانية إجراء سحبات فورية دائمة، وإن أتيح له ذلك فقد يستغرق بعض الوقت، وقد يستلزم ذلك دفع رسوم أو تخفيض سعر الفائدة المدفوع على الوديعة. ومعظم هذه القروض غير مضمونة، بمعنى أنّها غير مدعومة بأيّ ضمانات لتعويض عن الخسارة في حال التخلّف 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 من خلال جمع مبالغ مالية كبيرة من عددٍ قليل من البنوك أو الأفراد. أما التمويل الجماعي، فيقوم على فكرة مناقضة تماماً، أي استخدام الإنترنت للوصول إلى عدد كبير من الممولين المحتمّلين.

ويمكن للتمويل الجماعي أن يتخذ الأشكال الآتية:

- التبرع - ببساطة من الأفراد الذين يؤمنون بهدف المشروع.
- التمويل الجماعي عن طريق الديون - حيث يُقرض المستثمرون أموالهم، ثم يستردونها 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 إلى المؤسس، تتمثل إحدى مزايا وجود عدد كبير من الممولين بدلاً من ممول واحد أو عدد قليل من المستثمرين الرئيسيين في أنّ 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.

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

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 بكمية 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 برامج التقاعد (أو صناديق المعاشات التقاعدية) من الطرق الرئيسية التي تمكّن الأفراد من الحصول على مصدر لتمويل احتياجاتهم بعد التقاعد. بلغت قيمة سوق صناديق التقاعد العالمية ٦٤,١ تريليون دولار أميركي في عام ٢٠٢٢، ومن المتوقع أن تصل قيمتها إلى ١٠٩,١ تريليون دولار أميركي بحلول عام ٢٠٣٢، بمعدل نمو سنوي قدره ٥,٥%. وتتوفر مجموعة متنوّعة من برامج التقاعد، بدءاً من البرامج التي يوفّرها أصحاب العمل، مروراً بالصناديق السيادية والمدعومة من الدولة، وصولاً إلى البرامج المُدارة ذاتياً. وتشمل أسواق صناديق التقاعد الرئيسية ما يلي^٣:

- يُتوقع أن ينمو حجم سوق صناديق التقاعد الأميركية من حيث قيمة الأصول المُدارة من ٦,١٤ تريليون دولار أميركي في عام ٢٠٢٤، إلى ٩,٤٠ تريليون دولار أميركي بحلول عام ٢٠٢٩، بمعدل نمو سنوي قدره ٨,٩٠%. وتشكّل أصول التقاعد ما نسبته ٣٠% من إجمالي الأصول المالية المملوكة من أسر في الولايات المتحدة. وقُدّر إجمالي أصول التقاعد الأميركية بنحو ٣٣,٦ تريليون دولار أميركي في عام ٢٠٢٢، وتحوز حسابات التقاعد الفردية (IRAs) معظم أصول التقاعد، بنسبة ٣٤% من الإجمالي.
- ارتفع إجمالي القيمة السوقية لصناديق التقاعد الكندية الاستثمارية إلى ما يقرب ٢,٢ تريليون دولار أميركي في الربع الأول من عام ٢٠٢٣. وكان أكثر من ٦,٧ مليون كندي أعضاء نشطين في خطة تقاعد مسجلة (RPP) في عام ٢٠٢١. وكان أكثر من ثلثي الأعضاء (٦٨,٠%) مشمولين بخطة مزاي محددة.
- حقق نظام التقاعد الأسترالي النمو الأكبر بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي في السنوات العشر المنصرمة، ليصبح خامس أكبر نظام معاشات تقاعدية في العالم في عام ٢٠٢٣. وتُقدّر قيمة الصناديق الأسترالية بأصول تبلغ قيمتها نحو ٢,٤ تريليون دولار أميركي (أي ٣,٧ تريليون دولار أسترالي).
- تُعدّ المملكة المتحدة ثالث أكبر سوق للمعاشات التقاعدية على مستوى العالم. يختلف الحجم الإجمالي لهذا السوق في المملكة المتحدة حسب المصدر. على سبيل المثال، ذكر مكتب الإحصاءات الوطنية أنّ إجمالي ثروة معاشات التقاعد في بريطانيا العظمى بلغ ٦,١ تريليون جنيه إسترليني في مارس ٢٠١٨ (٤٢% من إجمالي الثروة في المملكة المتحدة)، بعد أن كانت ٣,٦ تريليون جنيه إسترليني (شكّلت ٣٤% من إجمالي الثروة) في يونيو ٢٠٠٨. بينما تشير مصادر أخرى إلى أن حجم القطاع يقارب ٣ تريليون جنيه إسترليني.

جرت العادة على تقديم برامج تقاعد الشركات مبلغاً محدداً للموظف يُحسب على أساس راتبه النهائي وعدد سنوات الخدمة. وأصبحت معظم الشركات اليوم تُقدّم لموظفيها الجُدد برامج تقاعدية على أساس المساهمات أو الاشتراكات المحددة، 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.

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

٣ حجم سوق صناديق التقاعد - الحصّة والاتجاهات والنمو | ٢٠٢٢
٤ <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/us-pension-funds-market>
٥ <https://www.statcan.gc.ca/o1-pensions-snapshot-fund-values-payouts-and-memberships-4494/en/plus>
٦ أستراليا تنصدر قائمة الدول من حيث معدّل نمو أصول المعاشات التقاعدية إلى الناتج المحلي الإجمالي - إنفستمنت ماغازين
٧ ثروة المعاشات التقاعدية في بريطانيا العظمى - مكتب الإحصاءات الوطنية

٨-٣ مدرء الصناديق

يتولَّى مديرو الصناديق، الذين يُطلق عليهم أيضاً اسم مدرء الاستثمار أو مدرء المحافظ الاستثمارية أو مدرء الأصول، إدارة المحافظ الاستثمارية لمصلحة الآخرين. ومن بين شركات إدارة الصناديق شركات لا تركز إلا 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.

يشترى مدير الاستثمار عادةً الأسهم والسندات والأصول الأخرى ويبيعها بربح بهدف زيادة قيمة المحافظ الاستثمارية لعملائه. ويمكن تصنيف مديري الاستثمار في مجموعتين: "مديرو صناديق الشركات" و"مديرو صناديق المستثمرين الأفراد". يقوم مديرو 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 مديرو صناديق المستثمرين الأفراد أموال الأفراد. ولا شك في أنّ المحافظ الاستثمارية للشركات تكون عادةً أكبر من محافظ العملاء الأفراد.

يتقاضى 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، تنخفض تكاليف الوساطة كلما ازداد حجم الصفقة.

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

٩-٣ الوسطاء ومديرو الأصول

يقوم الوسطاء بترتيب عمليات التداول في البورصة لمصلحة عملائهم من الأفراد والمؤسسات الاستثمارية ومديري الصناديق. وقد يقدِّم الوسيط المشورة للمستثمرين في ما يتعلق بأنواع الأسهم أو الاستثمارات أو السندات التي يُنصح بشرائها، أو قد يتولَّى تنفيذ العمليات بناءً على أوامر العميل فحسب، حيث يقوم الوسيط المالي بإجراء التداول وفقاً لتعليمات العميل من دون تقديم أي استشارة مالية. ويُقدِّم الكثير من الوسطاء في يومنا هذا خدمات إدارة الأصول لعملائهم، ومن هنا جاءت تسميتهم مديري الأصول.

يمكن تصنيف الخدمات التي يقدِّمها الوسطاء ومديري الأصول ضمن أربع فئات رئيسية:

- **الوسطاء المختصون بالتنفيذ فحسب:** يقدِّم هؤلاء الوسطاء خدمات تنفيذ عمليات التداول عن طريق الإنترنت أو الهاتف، بالإضافة إلى تسوية معاملات العملاء الأفراد. ولا تتضمن الخدمات التي يقدمها هؤلاء الوسطاء تقديم المشورة المالية. ويحسب الوسيط عمولته لكل عملية تداول على حدة، ويستهدف المتداولين اليوميين والمستثمرين ممن يقومون بصنع القرارات الخاصة باستثماراتهم. كما يستهدف في العادة المستثمرين من ذوي المحافظ الاستثمارية الصغيرة.
- **المستشارون الآليون:** يُعدّ المستشار الآلي خدمة تقوم بإدارة 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).
- **مديرو الأصول الذين يقدمون خدمات المشورة أو الإدارة المتكاملة:** يقدم هؤلاء المديرون خدمة إدارة الأصول للمستثمرين الأفراد، إما عبر تقديم المشورة المالية وحدها 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. وتتوقَّف الأجور التي يتقاضاها هؤلاء المديرون 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.

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

كذلك يقوم الوسطاء الماليون بتقديم المشورة للمستثمرين في شأن الأسهم أو السندات أو الصناديق التي يجب عليهم شراؤها. ولذلك، أصبح التمييز التقليدي بين الاثنين غير واضح وراح يختفي سريعاً. 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.

١٠-٣ 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 في المملكة المتحدة تلك التي تقدمها كوفاندز Cofunds ونوكليس Nucleus وترانزآكت Transact وإيه جاي بل AJ Bell وهارغريفز لانسدون Hargreaves Lansdown. أمّا في الولايات المتحدة، فتشمل أكبر منصات الاستثمار تشارلز تشواب Charles Schwab وفانغارد Vanguard وفيدليتي Fidelity وبنك أوف أميركا Bank of America وجاي بي مورغان JP Morgan.

خلال السنوات العشر الماضية، يُمكن أن نلاحظ أيضاً نمو منصات تتيح للأفراد أن يستثمروا بأنفسهم. وقد بلغت قيمة سوق منصات الاستثمار العالمية على الإنترنت ١,٨٨ مليار دولار في العام ٢٠٢١^٨ ويُتوقع أن تتوسع بمعدل نمو سنوي مركّب يبلغ ١٣,٩٪ في الفترة من ٢٠٢٢ إلى ٢٠٣٠. من المتوقع أن تؤدي الشعبية المتزايدة للعمليات المشفرة، بالإضافة إلى تزايد المستثمرين على الإنترنت في شتى أنحاء العالم، إلى دفع نمو هذا القطاع. علاوةً على ذلك، من شأن إدخال المدفوعات بين النظراء (P2P) في تطبيقات الاستثمار على الإنترنت أن يؤدي إلى نمو سوق المنصات على الشبكة العنكبوتية.

توفّر معظم المنصات مجموعةً 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 خدماتها.

١١-٣ المصارف الخاصة

تقدم المصارف الخاصة مجموعة واسعة من الخدمات لعملائها، بما في ذلك إدارة الأصول وتخطيط التراكب 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 الثروات الكبيرة"، أو "الأفراد من ذوي الثروات الضخمة" إذا كانوا من الأكثر ثراءً.

تقدّم المصارف المحلية وتلك العاملة "في الخارج" 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. وعلى سبيل المثال، تُعدّ سوق الخدمات المصرفية الخاصة السويسرية إحدى أكثر الأسواق شعبية وتبلغ قيمتها عدة تريليونات.

يتميز سوق الخدمات المصرفية بكونه مجزأً نسبياً، حيث يضمّ عدداً محدوداً من المصارف الكبرى مثل يو بي إس UBS، وجاي بي مورغان JP Morgan، وسيتيغروب Citigroup، لكنه يضمّ كثيراً من المصارف الصغيرة والمتوسطة الحجم. وقد ازدادت المنافسة في قطاع الخدمات المصرفية الخاصة في السنوات الأخيرة؛ إذ شهد عدد المصارف الخاصة ارتفاعاً كبيراً.

ويتضاءل الاختلاف بين المصارف الخاصة ومصارف الأفراد تدريجياً، نظراً إلى أنّ المصارف الخاصة تخفّض الحد الأدنى للاستثمار فيها لتزيد من قدرتها التنافسية في هذه السوق؛ بالمقابل، يسعى كثير من البنوك الكبرى أيضاً إلى توسيع نطاق خدماتها بهدف جذب العملاء الميسورين والعملاء من ذوي صافي الأرصدة العالية.

١٢-٣ 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.

تعرف الصناديق السيادية بأنها صناديق أو ترتيبات استثمارية موجهة لغرض خاص وتملكها الحكومة. ونورد في ما يلي أبرز خصائصها الرئيسية:

- تحتفظ الصناديق السيادية بالأصول أو تديرها أو تشرف عليها لتحقيق أهدافها المالية.
- تُوظف هذه الصناديق مجموعة من إستراتيجيات 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 عدة عقود.

وتتولى الصناديق السيادية إدارة كميات هائلة من المال، إذ أدارت أصولاً إجمالية بلغت ١٣,٢ تريليون دولار في عام ٢٠٢٣، بزيادة قدرها ١٤٪ عن العام السابق^٩. وكان صندوق التقاعد الحكومي العالمي للنرويج أكبر مجمّع للأصول (بقيمة ١,٨ تريليون دولار)؛ واحتلت مؤسسة الاستثمار الصينية (CIC) وإدارة الدولة للنقد الأجنبي (SAFE) المرتبتين الثانية والثالثة للسنة الثانية على التوالي (مؤسسة الاستثمار الصينية بقيمة ١,٣ تريليون دولار وإدارة الدولة للنقد الأجنبي بقيمة ١,١ تريليون دولار). تلتهما صناديق الشرق الأوسط، حيث بلغ حجم جهاز أبوظبي للاستثمار حوالي ٩٩٣ مليار دولار، وصندوق الاستثمارات العامة في المملكة العربية السعودية (PIF) بحوالي ٩٧٨ مليار دولار، وأصول الهيئة العامة للاستثمار (KIA) في الكويت بحوالي ٩٦٩ مليار دولار.

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

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 في شأن شفافية الصناديق السيادية، بما في ذلك حجمها وإستراتيجياتها الاستثمارية، ومدى تأثر استثماراتها هذه الصناديق بالعوامل السياسية.
- كما أثيرت 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 يهدّد بإعاقة حرية تدفق 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 باسم "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.

١٣-٣ الروابط التجارية والهيئات المهنية

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

٩ جامعة IE والمعهد الإسباني للتجارة الخارجية يقدمان تقرير صناديق الثروة السيادية لعام ٢٠٢٤

مقدمة: قطاع الخدمات المالية

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 تُركز 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 بعضاً.

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

تتولى هذه المنشآت الشؤون الإدارية المتعلقة باستثمارات الشركات الأخرى لمصلحتها، وتخصّص في هذا المجال من قطاع الاستثمار فحسب.

ارتفع عدد هذه الشركات، وازداد حجم عملياتها نتيجة الإقبال المتزايد للشركات على الإسناد الخارجي (Outsourcing)، وذلك لكي تتمكن من التركيز على الأعمال التي تقع في صلب نشاطها (مثل إدارة الاستثمارات واختيار الأوراق المالية الأفضل أو توفير التخطيط المالي للملائم) مع إسناد مهمة 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 كلفتها بها.

٤- قنوات توزيع الاستثمارات

هدف التعلّم

٣-١-١	معرفة الدور الذي تؤديه قنوات توزيع الاستثمارات: خدمات المشورة المالية المستقلة والمحدودة بمنتجات معينة؛ خدمات التنفيذ فحسب
٤-١-١	معرفة تأثير التقنية المالية في الأسواق المالية، بما في ذلك المشورة الآلية والتمويل الجماعي بين النظراء

٤-١ التخطيط المالي

التخطيط المالي هو خدمة متخصصة متاحة للأفراد، ولأسرهم وشركاتهم، ممن يحتاجون 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 ثم فإنه يتعلّق بالأموال والأصول ذات القيمة النقدية. وهذا يتطلب دائماً النظر في القيمة الحالية للأرصدة المصرفية للعميل، وأي فروض واستثمارات وأصول أخرى لديه. من ناحية أخرى، يتعلّق التخطيط المالي أيضاً بالتخطيط، أي تحديد الأهداف والغايات وقياسها كمّاً ونوعاً، ومن ثم وضع خطة لتحقيقها. ولهذه الغاية، لا بدّ من الإلمام بتفاصيل الوضع المالي للعميل في حينه.

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

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

٢-٤ 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 التأكيد من تقديم توصياتها للعملاء بناءً على تحليل شامل وعادل لجميع المنتجات المتوفرة في السوق، مع مراعاة عدم التحيز عند تقديم المشورة أو حصرها بمجموعة محددة من المنتجات. أما إذا اختارت الشركة تقديم المشورة فيما يتعلق بمجموعة منتجاتها الخاصة فحسب – أي مشورة محدودة بمنتجات معينة - فيجب عليها الإشارة إلى ذلك لعملائها بوضوح عند وصف خدماتها.

٣-٤ خدمات التنفيذ فحسب

تُجرى خدمات التنفيذ وحدها حين يقوم العميل بإرشاد شركة مالية لشراء منتج استثماري محدد أو بيعه من دون طلب مشورة مسبقة من الشركة. وفي جوهر الأمر، يقرر العميل الاستثمار بشكل مستقل من دون الحصول على مساهمة استشارية من الشركة.

الأهم من ذلك، في المعاملات التنفيذية فحسب، أن العميل يتحمل مسؤولية تقويم مدى ملاءمة المنتج الاستثماري المختار. وخلافاً للخدمات الاستشارية حيث تقدم الشركة التوجيه، فإن معاملة التنفيذ فحسب تضع العبء كاملاً على العميل في اتخاذ قرار مستنير حول مدى ملاءمة المنتج بناءً على فهمه الخاص وتحمله للمخاطر.

تتوفر خدمات التنفيذ فحسب منذ زمن بعيد. وللتحقق من التزام الشركات بالعمل ضمن إطار التوجيهات الصادرة عن الهيئات التنظيمية، فإن 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.

تضمن الشركة، من خلال الإفصاح بوضوح عن عدم تقديم أي نصيحة في أثناء المعاملة، أن العملاء يدركون أن دور الشركة يقتصر على تنفيذ المعاملة ولا يتضمن تقديم التوجيه أو التوصيات. وكذلك تكون الشركة، من خلال الإشارة صراحةً إلى أنها ليست مسؤولة عن تقويم مدى ملاءمة المنتج الاستثماري المختار، قادرة على إدارة توقعات العملاء والحماية من سوء الفهم في ما يتعلق بطبيعة الخدمة.

على الشركات المالية المشاركة في خدمات التنفيذ وحدها أن تحتفظ بوثائق شاملة. ويتضمن ذلك أدلة مكتوبة تفيد بأن الشركة لم تقدم أي نصيحة وبأنها أوضحت تماماً أنها ليست مسؤولة عن تقويم مدى ملاءمة المنتج. ويُعد حفظ السجلات هذا جانباً حيوياً من الالتزام، ما يضمن الشفافية والمسؤولية في حال الرقابة التنظيمية.

٤-٤ التقنية المالية والمشورة المالية الآلية والتمويل الجماعي

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 من خلال مجموعة واسعة من المؤسسات المالية. يتزايد إتقان الأفراد لاستخدام المنتجات الرقمية، وكذلك رغبتهم في الوصول المستمر إلى الأدوات والخدمات المتطورة، وهذا ينطبق على عملاء الشركات التي تقدم الخدمات المالية.

تمثل البنوك المنافسة للبنوك التقليدية (challenger banks)، وعمليات الإقراض المباشر بين النظراء، والمشورة الآلية 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 فحسب، خاصةً في ما يتعلق بكيفية إجراء عمليات الاستثمار في الصناديق. وفي عام ٢٠١٢، اقتصر الاستثمار في الصناديق على الإنترنت على عدد محدود من المستثمرين، ولكن وفقاً لدراسة أجرتها جمعية إدارة الأصول الصينية، يقوم حالياً أكثر من ثلثي المستثمرين باستثمار أموالهم في الصناديق من خلال تطبيقات الهاتف المحمول.

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 تلائمه. بعد ذلك يقدم النظام للمستثمر إستراتيجية الاستثمار، التي تركز عادةً بصورة غير فاعلة على صناديق المؤشرات أو الصناديق المتداولة في البورصة (Exchange-Traded Funds ETFs)، ويتيح له تنفيذها بسهولة.

قد تكون المشورة الآلية مؤتمنة 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 للإستراتيجية 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- الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات (ESG)

هدف التعلّم

٥-١-١ فهم مناهج الاستثمار القائم على الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات (ESG) ومزايا وعيوبها

٥-١-٥ الاستثمار القائم على الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات

ساهم تزايد المخاوف البيئية، وتنامي التركيز على تحسين حوكمة الشركات وحقوق المساهمين، وظهور مستثمرين أكثر وعياً، في تطوير الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات التي أصبحت عملية متأصلة في القطاع المالي. شاع استخدام المصطلح لأول مرة بعد تقرير بعنوان "الفوز لمن يكثرث"^{١٠} صادر عن الأمم المتحدة والبنك الدولي في عام ٢٠٠٤. وتستخدم الشركات عوامل الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات لإدارة الأعمال والعمليات والاستثمارات المقدمة. ويُمكن تقسيم الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات إلى الآتي:

- قضايا وعوامل بيئية، منها الاستدامة وتغير المناخ.
- قضايا وعوامل اجتماعية، منها حماية المستهلك والتنوع الثقافي.
- قضايا وعوامل متعلقة بالحوكمة، منها هياكل الإدارة والعلاقات بين الموظفين.

بحلول عام ٢٠٢٣، وقفت مبادرة المسؤولية الاجتماعية للشركات التي أطلقتها الأمم المتحدة وراء ارتقاء حركة الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات بـ إلى مستوى التكامل العالمي، مع بلوغ قيمة الأصول المُدارة أكثر من ٣٠ تريليون دولار أميركي. أدناه أبرز المبادرات في مجال الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات.

مبادئ الاستثمار المسؤول (PRI)

تقدّم مبادئ الاستثمار المسؤول (PRI)^{١١} الستة إرشادات للقطاع لدمج قضايا الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات في ممارسات الاستثمار. وفي عام ٢٠٠٥، دعا الأمين العام للأمم المتحدة، كوفي عنان، مجموعة من أكبر المستثمرين المؤسسين على مستوى العالم لينضموا إلى عملية تطوير مبادئ الاستثمار المسؤول. ولقد حظيت مجموعة من المستثمرين تمثل مؤسسات من ١٢ بلداً بدعم مجموعة مؤلفة من ٧٠ شخصاً من الخبراء في قطاع الاستثمار والمنظمات الحكومية الدولية والمجتمع المدني. أُطلقت المبادئ في أبريل ٢٠٠٦ في بورصة نيويورك (NYSE). وبلغت قيمة الأصول المُدارة للموقعين ١٢٨,٤ تريليون دولار أميركي^{١٢}. وتتمثل المبادئ في الآتي:

- المبدأ الأول - سوف ندمج المشكلات البيئية والاجتماعية والمشكلات المتعلقة بالحوكمة في العمليات الخاصة بتحليل الاستثمار.
- المبدأ الثاني - سوف نضطلع بمسؤولياتنا بفعالية، مع دمج المشكلات البيئية والاجتماعية والمشكلات المتعلقة بالحوكمة في سياسات وممارسات الملكية الخاصة بنا.

١٠ الفوز لمن يكثرث: ربط الأسواق المالية بعالم متغير

١١ ما مبادئ الاستثمار المسؤول؟ | صفحة مبادئ الاستثمار المسؤول على الويب

١٢ التقرير السنوي لعام ٢٠٢٤

- **المبدأ الثالث** – سوف نسعى للكشف بصورة مناسبة عن المشكلات البيئية والاجتماعية والمشكلات المتعلقة بالحوكمة من خلال الكيانات التي نستثمر فيها.
- **المبدأ الرابع** – سوف نحث على قبول المبادئ وتطبيقها داخل صناعة الاستثمار.
- **المبدأ الخامس** – سوف نعمل معاً على تحسين فاعليتنا في تنفيذ المبادئ.
- **المبدأ السادس** – سوف نعمل على أن يصدر كل منا التقارير المتعلقة بالأنشطة ومدى التقدم نحو تنفيذ المبادئ.

الولايات المتحدة

غالبًا ما يجري تبني الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات من طرف الولايات بدلاً من الحكومة الفيدرالية، نظراً إلى اختلاف قوانين الولايات والإرشادات الفيدرالية. فالوضع الحالي لتنظيم الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات في الولايات المتحدة متفرّق مع تحرك ولايات مختلفة في اتجاهات متعاكسة، إذ تتبنى بعض الولايات معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات، بينما تسن ولايات أخرى تشريعات مناهضة لها. أمّا على المستوى الفيدرالي، فقد قدّمت هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC) لوائح تنظيمية^{١٣} لتعزيز الشفافية والمساءلة في إفصاحات الشركات عن الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات. وفي عام ٢٠٢٢، قدّمت هيئة الأوراق المالية والبورصات قاعدة مقترحة لتحسين الإفصاح عن مقاييس الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات، بهدف توحيد الكيفية التي تُبلغ بها الشركات عن المخاطر والآثار المتعلقة بالمناخ، ومكافحة ممارسات الغسل الأخضر، والحرص على أن تُدعم مزاعم الشركات المتعلقة بالاستدامة بنشاط ملموس قابل للإثبات. وفي وقت كتابة هذه السطور (يناير ٢٠٢٥)، أشارت إدارة الحزب الجمهوري القادمة إلى تراجع كبير عن السياسة الفيدرالية السابقة في ما يخص الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات، مع وجود عدد من التحديات القانونية الراهنة على مستوى الولايات.

الاتحاد الأوروبي

وضع الاتحاد الأوروبي إطارًا للشفافية، هو لائحة الإفصاح عن التمويل المستدام (SFDR)^{١٤}. صُممت لائحة الإفصاح عن التمويل المستدام لتسمح للمستثمرين بأن يقيموا كيف تصبح المخاطر المتعلقة بالاستدامة جزءًا من عملية اتخاذ القرار الاستثماري بشكل صحيح. بدأ تطبيق لائحة الإفصاح عن التمويل المستدام (SFDR) في مارس ٢٠٢١، وهي:

- تُلزم المشاركين في السوق المالية (FMPS) والمستشارين الماليين بالإفصاح، على مستوى الكيان والمنتجات، عن كيفية دمجهم المخاطر المتعلقة بالاستدامة في عمليات صنع القرار الاستثماري التي يجرّونها؛
- تقدّم إفصاحات إضافية عن المنتجات المالية التي تحقق متطلبات الاستدامة؛
- توفّر الشفافية للمستثمرين حول المخاطر المتعلقة بالاستدامة التي يُمكن أن تؤثر في قيمة استثماراتهم وحول الآثار السلبية لهذه الاستثمارات على البيئة والمجتمع؛
- تعزز حماية المستثمرين، مما يُسهّل عليهم مقارنة المنتجات والخدمات المالية بناءً على متطلبات الاستدامة لتوجيه قراراتهم الاستثمارية.

متطلبات الإفصاح عن الاستدامة في المملكة المتحدة (SDR)

متطلبات الإفصاح عن الاستدامة في المملكة المتحدة (SDR)^{١٥} هي لائحة خاصة بالمملكة المتحدة منصوص عليها في بيان سياسة متطلبات الإفصاح عن الاستدامة وتصنيفات الاستثمار التي وضعتها هيئة السلوك المالي (FCA). تتألّف اللائحة من ثلاثة أهداف رئيسية في ما يخصّ الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات والاستثمار المستدام: تنظيم تصنيفات الاستدامة التي يجري تسويقها للمنتجات والصناديق التمويلية، ووضع إرشادات للإفصاح على مستوى المنتج والشركات، ومكافحة الغسل الأخضر.

فريق العمل المعني بالإفصاحات المالية المتعلقة بالمناخ (TFCD)

أسس مجلس الاستقرار المالي (FSB) فريق العمل المعني بالإفصاحات المالية المتعلقة بالمناخ^{١٦} (TFCD) لمعالجة القضايا الناشئة عن اتفاق باريس للعام ٢٠١٥. وتحت رئاسة مايكل بلومبرغ، نشر فريق العمل توصيات لتوحيد الإفصاحات العالمية المتعلقة بالمناخ والتي يُمكن:

“أن تشجع استثماراً أكثر استنارة... وبذلك، تمكّن أصحاب المصلحة من فهم تركيزات الأصول المرتبطة بالكربون في القطاعات المالية فهماً أفضل”.

١٣ SEC.gov | هيئة الأوراق المالية والبورصات تعتمد قواعد لتحسين الإفصاحات المتعلقة بالمناخ للمستثمرين وتوحيدها

١٤ تقرير موجز عن المشاورات المفتوحة والموجهة بشأن تنفيذ لائحة الإفصاح عن التمويل المستدام

١٥ نظام الإفصاح والتصنيف للاستدامة | هيئة السلوك المالي

١٦ نبذة عنّا | فريق العمل المعني بالإفصاحات المالية المتعلقة بالمناخ (TCFD)

مقدمة: قطاع الخدمات المالية

بعد إصدار فريق العمل المعني بالإفصاحات المالية المتعلقة بالمناخ (TFCD) تقرير الحالة الخاص به في ١٢ أكتوبر ٢٠٢٣، اعتُبر أنه قد "استوفى مهامه وحُلّ" وطلب مجلس الاستقرار المالي (FSB) من مؤسسة المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية^{١٧} (IFRS Foundation) أن تراقب تقدّم الشركات في إفصاحاتها المتعلقة بالمناخ.

معايير مؤسسة المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية للإفصاح عن الاستدامة

طوّر مجلس معايير الاستدامة الدولي (ISSB) معايير مؤسسة المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية للإفصاح عن الاستدامة. ويُعدّ مجلس معايير الاستدامة الدولي الهيئة المعنية بوضع المعايير داخل مؤسسة المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية. وسوف تحتاج الشركات التي تطبق المعيار الدولي لإفصاحات الاستدامة (١) المعني بالمتطلبات العامة للإفصاح عن المعلومات المالية المتعلقة بالاستدامة والمعيار الدولي لإفصاحات الاستدامة (٢) المعني بالإفصاحات المتعلقة بالمناخ إلى أن تلبية توصيات فريق العمل المعني بالإفصاحات المالية المتعلقة بالمناخ^{١٨} كجزء من معايير مجلس معايير الاستدامة الدولي.

٢-٥ الاستثمار الأخلاقي والمستدام والمسؤول

في قطاع الاستثمار، غالباً ما يتم استخدام تعابير "الاستثمار الأخلاقي" و"الاستثمار البيئي" و"الاستثمار الأخضر" و"الاستثمار المسؤول" و"الاستثمار اجتماعياً" في السياق نفسه لكنها قد تدلّ على مفاهيم مختلفة، الأمر الذي يمكن أن يثير الالتباس. وكثيراً ما تُجمع هذه المصطلحات معاً، بالإضافة إلى الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات، تحت مسمى "الاستثمار المسؤول".

قد يعكس الاستثمار المسؤول عموماً المعتقدات أو السياسات الأخلاقية أو الدينية أو الاجتماعية، مما يؤثّر إلى حدّ كبير في اختيار الاستثمارات وكيفية إدارتها. وتُصنّف ضمن هذه المجموعة أيضاً الأعداد المتزايدة من الاستثمارات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، التي تراعي قواعد التمويل الإسلامي. لقد شكّلت المناظرات المتزايدة في القضايا البيئية والاجتماعية اتجاهاً سائداً في السنوات الأخيرة، ويبدو حجم الاهتمام بالتغيير البيئي جلياً في قطاع إدارة الأصول.

أهداف التنمية المستدامة الصادرة عن الأمم المتحدة (SDGs)

اعتمدت جميع الدول الأعضاء في الأمم المتحدة أهداف التنمية المستدامة^{١٩} السبعة عشر (وتضم ١٦٩ غاية) في عام ٢٠١٥، وهي توفر خطة مشتركة لتحقيق السلام والرخاء للبشر والكوكب، في الوقت الراهن ومستقبلاً. وتوفّر الأهداف مجتمعةً إطاراً نظرياً للسياسات يُمكن للحكومات والمنظمات غير الحكومية والشركات الاعتماد عليه.

من ناحية أخرى، تتنامى أهمية الحديث عن التمويل الأخضر والتمويل المستدام في قطاع الخدمات المالية. فيشير التمويل المستدام إلى عملية أخذ العوامل البيئية والاجتماعية في الحسبان 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، وذلك لتمويل المشاريع في الدول النامية بهدف تقليل الانبعاثات الغازية أو التكيف مع تغير المناخ، 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.

تُعدّ مبادرة التمويل الأخلاقي العالمية (GEFI) إحدى أبرز منظمات التمويل الأخلاقي على مستوى العالم، وتصف نفسها بأنها:

"نحن المركز الرئيس لحركة التمويل الأخلاقي. نُنظّم حوارات مستقلة بين ائتلاف واسع من أصحاب المصلحة في الخدمات المالية، بالإضافة إلى تقديم مشاريع عملية. نحن شركاء في العمل على التمويل الأخلاقي".

تقيم مبادرة التمويل الأخلاقي العالمية فعاليات في مختلف أنحاء العالم، كما تقود حملات، وتبني نظاماً بيئياً للمبادرات والأبحاث في مجال التمويل الأخلاقي.

١٧ المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية – الصفحة الرئيسية

١٨ المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية - مؤسسة المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية ترحب باكتمال عمل فريق العمل المعني بالإفصاحات المالية المتعلقة بالمناخ (TFCD) ونقل مسؤوليات المراقبة التي كان مكلفاً بها إلى مجلس معايير الاستدامة الدولي (ISSB) اعتباراً من العام ٢٠٢٤

١٩ الأهداف ١٧ | التنمية المستدامة

أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحة الأجوبة بالعودة إلى القسم ذي الصلة:

١. سمّ أربعة من الأنشطة الأساسية لقطاع الشركات وخمسة من الأنشطة الرئيسية لقطاع الأفراد في مجال الخدمات المالية.
مرجع الإجابة: القسم ٢
٢. اشرح كيف يؤثر سوق لويديز (بما في ذلك الأعضاء ذوي الالتزامات غير المحدودة والكيانات المؤسسية ذات الالتزامات المحدودة) على توزيع المخاطر والأرباح بين المشاركين فيه.
مرجع الإجابة: القسم ٢-٥
٣. ما الأنواع الرئيسية للخدمات التي تقدّمها المصارف الاستثمارية؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-١
٤. ما الخدمات التي يقدمها أمين الحفظ؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-٢
٥. ما أوجه الاختلاف بين مؤسسات الادخار المشترك والمصارف ذات الخدمات للأفراد؟
مرجع الإجابة: القسمان ٣-٣ و ٣-٤
٦. ما المقصود بالتخطيط للحماية من المخاطر، وما السيناريوهات التي قد تتطلب استخدام سياسات الحماية؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-٦
٧. أين تُصنّف جمعيات أسواق المال الدولية (ICMA) والجمعية الدولية لصفقات المبادلة والمشتقات المالية (ISDA) في قطاع الخدمات المالية؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-١٣
٨. ما وظيفة شركة إدارة استثمارات الغير؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-١٤
٩. ما نوعا المستشارين الماليين، وما وجه الاختلاف بينهما من حيث المنتجات المشمولة بالمشورة التي يقدمها المستشار؟
مرجع الإجابة: القسم ٤-٢
١٠. ما مبادئ الاستثمار المسؤول الستة؟
مرجع الإجابة: القسم ٥-١

الفصل الثاني

البيئة الاقتصادية

٢٣	١. مقدّمة
٢٣	٢. العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي
٢٥	٣. الدورة الاقتصادية والسياسة الاقتصادية
٢٩	٤. المصارف المركزية
٣١	٥. المؤشرات الاقتصادية الرئيسة

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

١- مقدمة

بعد أن تعرفنا على الخدمات المالية، يُمكننا الآن أن نبدأ في استكشاف النظام المالي بتفصيل أكبر، من الأعلى إلى الأسفل. ونبدأ باستعراض البيئة الاقتصادية الشاملة التي يعمل فيها قطاع الخدمات المالية.

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

أخيراً نختم الفصل بشرحٍ لأبرز المؤشرات الاقتصادية على وضع النظام الاقتصادي.

٢- العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي

هدف التعلّم

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

اليوم، ينافس كل بلد، بطريقة أو بأخرى، بلدان العالم كافة، سواءً على الموارد أو الإنتاجية أو الثروة. وتتمتع كل دولة بمجموعة من الخصائص، مثل الموارد الطبيعية والقوى العاملة الماهرة التي يمكن أن تؤثر في قدرتها على تنمية اقتصادها والتنافس مع بلدان أخرى.

على الرغم من عدم تأثر التنمية الاقتصادية بالعوامل الاقتصادية وحدها، إلا أن هذه الأخيرة تُعدّ بالغة الأهمية لفهم قدرة أو إمكان 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 بلد.

تُعتبر الأنظمة الاقتصادية الوسيلة التي تحدّد بها البلدان كيفية استخدام هذه الموارد لحل مشاكل الإنتاج الأساسية المرتبطة بأسئلة من نوع: ماذا وكيف ولمن ننتج. لهذا السبب، تتنافس جميع البلدان فيما بينها وتخضع إلى اختلالات التوازن الاقتصادي في دولها. ومن بين الأنظمة الاقتصادية الرئيسة الاقتصاد المخطط



مركزياً، واقتصاد السوق (الحز)، والاقتصاد المختلط، في حين يشير الاقتصاد المفتوح إلى العلاقات الاقتصادية للبلد مع باقي بلدان العالم. في المقابل، يُعرّف الاقتصاد المغلق بأنه الاقتصاد الذي لا يتاجر خارج حدوده أو تتسم علاقاته مع البلدان الأخرى بأنها محدودة. ونفضل أدناه هذه الأنظمة الرئيسية.

١-٢ الاقتصاد المخطّط مركزياً

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

يعود السبب في الإشارة إليه أحياناً بمصطلح "الاقتصاد الموجه" إلى قيام الدولة بخطط 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 إحلال المصلحة العامة محلّ الربح كحافز أساسي للإنتاج. ومع ذلك، توجد استثناءات لتلك القاعدة، إذ يمكن أن تنشأ عن هذا النظام نسب مرتفعة من عدم المساواة، كما شهدنا في دول مثل روسيا وفنزويلا. فقد تودّي الحاجة إلى التخطيط والرقابة الدقيقة إلى البيروقراطية المفرطة، كما أن إحكام سيطرة الدولة على الاقتصاد يؤدّي 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 القسم ٢-٣).

٢-٢ اقتصاد السوق (الحز)

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

هكذا 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 في دفعه عن طيب خاطر لقاء السلع والخدمات وبين السعر الذي يقبله مزوّد السلعة أو الخدمة ثمناً لها.

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

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

يتنافس الأفراد على الوظائف المختلفة، كما تتنافس الشركات في ما بينها لجذب العملاء. وتودّي 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. وقد تودّي المنافسة في نهاية المطاف إلى انهيار الشركات غير الناجحة وتدفع المهندس الأقل مهارة إلى البحث عن مهنة أخرى.

٣-٢ الاقتصاد المختلط

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

من 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.

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

تجمعُ الحكومات التمويل اللازم لتغطية هذه التَّفقات العامة بواسطة ما يأتي:

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

٤-٢ الاقتصاد المفتوح

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

على الرغم من أن معظم الحكومات الغربية تضع ضوابط لحماية مواطنيها من دخول العقاقير غير المشروعة وأيِّ أخطارٍ أخرى، إلا أنَّ سياساتها بصفةٍ عامة تسمح (أو تشجِّع على) التجارة الحرة من دون قيدٍ أو شرط.

قد تنشأ بين الحين والآخر بعض المشاكل بين البلدان إذا اعتقدت إحداها أن بلداً آخر يستغل سياساتها التجارية على نحوٍ غير منصف، ما يدفعها إلى اتِّخاذ بعض التدابير لمواجهة ذلك، كفرض العقوبات مثلاً. فعلى سبيل المثال، أدى تصاعد التوترات التجارية بين الولايات المتحدة وبلدانٍ 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 تفشي سياسة الحماية الجمركية. فعندما يمنع أحد البلدان بلداً آخر من المُتاجرة معها بحرية بغرض حماية سوقها المحلية، يشار إلى هذه الممارسة بمصطلح "الحماية الجمركية" أو "الحمايَّة".

نشأت منظمة التجارة العالمية (World Trade Organisation) بهدف تشجيع نمو التجارة الحرة بين الأنظمة الاقتصادية المختلفة. ولذلك فإنها تُستدعى أحياناً للتَّحكيم في النزاعات التي قد تنشأ بين البلدان المختلفة. وبالإضافة إلى الاتفاقيات التجارية العالمية في إطار منظمة التجارة العالمية، يتوفر عدد من الاتفاقيات التجارية الإقليمية والثنائية التي تتجاوز الالتزامات التي تعهدت بها البلدان 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

هدف التعلّم

٢-١-٢ معرفة مراحل الدورة الاقتصادية ودور الحكومة في تحديد: السياسة الاقتصادية؛ السياسة المالية؛ السياسة النقدية

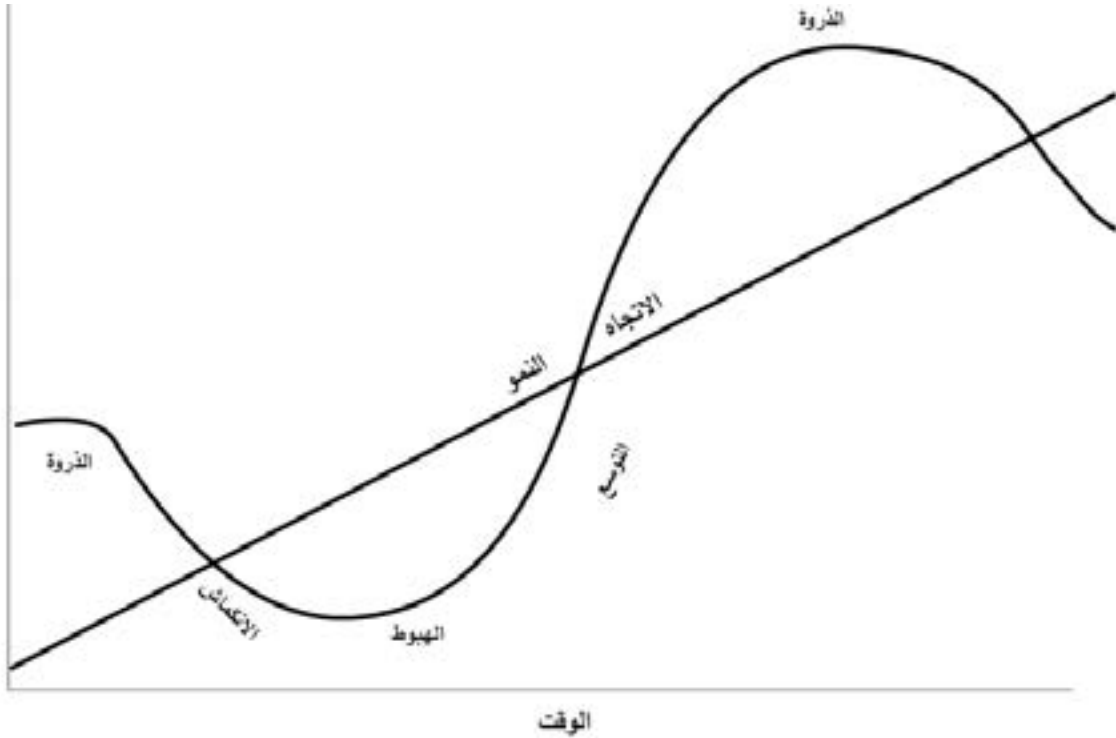
تمحور دور الحكومة تقليدياً على إدارة الاقتصاد من خلال الضرائب والسياسة الاقتصادية والسياسة النقدية، وضمان تحقيق العدالة في المجتمع من خلال توفير الرفاه والمزايا لأولئك الذين يستوفون معايير معينة. في الوقت ذاته، تُمنح الأعمال التجارية بعض الحرية النسبية لمواجهة أي تحديات والاستفادة من أي فرص ناشئة.

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. وتنطوي 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



- **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، فيكون من المتوقع انكماش الاقتصاد، على سبيل المثال.
- **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 الحكومة للاقتصاد بطريقة تُهدف إلى التأثير في أداء الاقتصاد وسلوكه ككل.

قد يتبنى صانعو السياسات فلسفات متنوعة بشأن أفضل السبل لصوغ الاقتصاد. ومن الطرق التي يُمكن قياس الفعالية بها هي "المربح السحري للسياسة الاقتصادية" الذي يسلط الضوء على أربعة أهداف رئيسة للسياسة الاقتصادية: النمو، والعمالة الكاملة، واستقرار الأسعار، والتجارة المتوازنة.

يُمكن تلخيص أهداف "المربع السحري" الرئيسة على النحو الآتي:

النمو الاقتصادي	يقاس بالزيادات في الناتج المحلي الإجمالي.
العمالة الكاملة	يجب توظيف جميع عناصر الإنتاج (أي الأرض واليد العاملة ورأس المال وإدارة الأعمال) توظيفاً كاملاً قدر المستطاع
الاستقرار السعري	لتحقيق استقرار الأسعار، عادةً ما يكون معدّل التضخم المستهدف نحو ٢٪.
موازنة ميزان المدفوعات	قد تكون العجوزات في ميزان التجارة الخارجية، حين تغدو قيمة الواردات أكبر من قيمة الصادرات، يمكن أن تضر بآفاق 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، وفائض ميزانية حين حيث يتجاوز الدخل النفقات. وعلى سبيل المثال، فإنه في حال عجز الميزانية، حين يكون الإنفاق العام أكثر من الدخل العام، يجب على الحكومة الاقتراض لتعويض الفرق.
- **الضرائب** - يمكن أن تكون الضرائب مباشرة، مثل الضرائب المفروضة على الدخل، أو غير مباشرة، 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 بتغيّر 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.

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

التخطيط

نظراً إلى أن السياسة المالية تؤثر على مستوى الطلب الكلي في الاقتصاد، تحتاج المؤسسات إلى أخذ ذلك في الاعتبار عند التخطيط لمستويات الإنتاج ومستويات التوظيف المستقبلية وأيضاً اتخاذ القرارات في شأن الاستثمارات. ويصبح التخطيط أسهل بكثير إذا كانت سياسة الحكومة مستقرة.

التكلفة

تؤثر الضرائب، ولا سيما مساهمات التأمين الوطني لصاحب العمل، على إجمالي تكاليف العمالة، وتالياً على 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.

٤-٣ السياسة النقدية

تتمثل السياسة النقدية في تنظيم الاقتصاد من خلال التحكم في النظام النقدي بالعمل على متغيرات مثل المعروض النقدي ومستوى أسعار الفائدة وشروط توافر الائتمان. وتهتم السياسة النقدية عمومًا بحجم الأموال المتداولة وسعر المال أو سعر الفائدة.

المعروض النقدي

يُعتقد أن المخزون النقدي في الاقتصاد يؤثر على حجم الإنفاق فيه، وهذا يشمل جميع أشكال المجاميع النقدية للمعروض النقدي على النحو الآتي:

- ١م هو المعروض النقدي الذي يتكون من النقد والودائع تحت الطلب وغير ذلك من الودائع السائلة.
- ٢م هو تقدير المعروض النقدي، بما في ذلك جميع النقد المادي المتداول، بالإضافة إلى جميع الأموال المودعة في حسابات الشيكات (الحسابات الجارية)، وحسابات التوفير، وغير ذلك من أدوات الادخار قصيرة الأجل مثل شهادات الإيداع (CDs).
- ٣م هو المعروض النقدي الذي يشمل نقود م ٢ بالإضافة إلى الودائع لأجل الكبيرة، وصناديق سوق المال المؤسسية، واتفاقيات إعادة الشراء قصيرة الأجل، والصناديق السائلة الأكبر حجمًا.
- ٤م هو أوسع المجاميع النقدية للمعروض النقدي، بما في ذلك العملة الملموسة وكذلك الأصول المالية. وهو التصنيف الأوسع للأموال ويشمل كل ما في م ٣، بالإضافة إلى أشكال أخرى من المدخرات والودائع طويلة الأجل.

وهذا بدوره يؤثر على مستوى الإنتاج والأسعار. وفي 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. وعوضاً عن ذلك، قد تفرض 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 وتقلل، تالياً، من مستوى إجمالي الإنفاق. وتشمل النتائج المحتملة الأخرى ما يلي:

- تشجيع المستهلكين على الادخار بأسعار فائدة أعلى.
- ارتفاع مدفوعات الرهن العقاري، ما 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 وتشاؤمه حيال الفرص المستقبلية.

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

- الفائدة المرتفعة تعني دخل فائدة أكبر للمدخرين، وتالياً، 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، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف، ما يجعل الواردات أقل تكلفة وأكثر إقبالاً. ومن شأن ذلك أن يساهم في حدوث عجز في ميزان المدفوعات.
- انخفاض الطلب يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع معدلات البطالة وانخفاض الدخل الضريبي للحكومة، وتالياً، قد تزداد إعانات البطالة.
- من شأن الاستثمار المنخفض حينها أن 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 الاثنين معاً. أما السياسة النقدية "الانكماشية"، فتهدف إلى كبح معدّل النمو الاقتصادي (لمنع "فرط النشاط الاقتصادي" والتحكم بالتضخم) عبر رفع أسعار الفائدة أو زيادة متطلبات الاحتياطات النقدية للبنوك أو كليهما.

٤- المصارف المركزية

بدلاً 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. لكنّ التحكّم بالنشاط الاقتصادي في ظل نظام الاقتصاد المفتوح، أمرٌ صعبٌ للغاية لأنّ الأسواق المالية- وليست الحكومة والمصرف المركزي- هي التي تملّي السياسة الاقتصاديّة 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 المركزية عند ممارسة نشاطاتها بإرشادات بنك التسويات الدولية (BIS) الذي تأسس في عام ١٩٣٠ ويضم في عضويته ٦٣ مصرفاً مركزياً تمثل دولاً من مختلف أنحاء العالم وتكوّن معاً نحو ٩٥٪ من إجمالي الناتج المحلي (GDP) العالمي. وتظهر مهمة بنك التسويات الدوليّة في تقديم العون للمصارف المركزية في سعيها إلى تحقيق الاستقرار النقدي والمالي، إلى جانب دعم التعاون الدولي في تلك المجالات والعمل كمصرف بالنسبة إلى المصارف المركزيّة.

١-٤ دور المصارف المركزيّة

هدف التعلّم

٣-١-٢ معرفة وظيفة البنوك المركزيّة: الاحتياطي الفيدرالي؛ البنك المركزي الأوروبي؛ بنك إنجلترا؛ بنك اليابان

تعملُ المصارف أو البنوك المركزيّة في داخل النظام المالي لأيّ أمة من الأمم، وتكون في العادة مؤسساتٍ حكوميّة، لكن معظمها مستقلٌّ عن سلطة الحكومات أو أيّ تدخّلٍ سياسي. وتتضمّن مسؤوليات المصرف المركزي في العادة بعض ما يأتي أو كلّه:

- **وضع السياسة النقدية وتنفيذها**
 - **تحديد الأهداف** - عادة ما تكون للبنوك المركزيّة أهداف محددة، مثل استقرار الأسعار والعمالة الكاملة والنمو الاقتصادي (كما هو مذكور في القسم ٢-٣). وتضع البنوك أهدافاً للمؤشرات الاقتصادية الرئيسية مثل معدلات التضخم وتعمل على تحقيقها.
 - **أدوات السياسة النقدية** - تستخدم البنوك المركزيّة مجموعة متنوعة من الأدوات لتنفيذ السياسة النقدية. وتشمل هذه عمليات السوق المفتوحة (شراء الأوراق المالية الحكومية أو بيعها) وتعديل أسعار الفائدة المرجعية وتغيير متطلبات الاحتياطي للبنوك.
 - **التوجيه المسبق** - غالباً ما تقدم البنوك المركزيّة توجيهات مسبقة، وتعبر عن نواياها السياسية المستقبلية لتوجيه التوقعات. على سبيل المثال، قد تشير إلى التزامها بإبقاء أسعار الفائدة منخفضة لفترة ممتدة كي تحفز النشاط الاقتصادي.
- **الاستقرار المالي**
 - **آليات استهداف التضخم** - قد تستخدم البنوك المركزيّة أطراً لاستهداف التضخم، تهدف إلى إبقاء التضخم ضمن طيف مستهدف محدد. على سبيل المثال، يستهدف بنك الاحتياطي الأسترالي معدل تضخم يتراوح بين ٢-٣٪ على المدى المتوسط.
 - **إدارة أسعار الفائدة** - تحدد البنوك المركزيّة أسعار الفائدة الرسمية قصيرة الأجل، ما يؤثر على تكاليف الاقتراض والنشاط الاقتصادي. وفي أوقات الركود الاقتصادي، قد تخفض البنوك المركزيّة أسعار الفائدة إلى مستويات قريبة من الصفر أو حتى مستويات سلبية لتشجيع الاقتراض والإنفاق. قام البنك المركزي الأوروبي (ECB) وبنك اليابان (BOJ) بتنفيذ سياسات أسعار فائدة سلبية.
 - **إدارة الدين الوطني** - غالباً ما تلعب البنوك المركزيّة دوراً في إدارة الدين الوطني، والمشاركة في إصدار السندات الحكومية واستردادها وتداولها.

• مراقبة عرض النقود

تتحكم البنوك المركزيّة في المعروض النقدي لإدارة التضخم والاستقرار الاقتصادي العام. في الظروف الاستثنائية، قد تنفذ البنوك المركزيّة التيسير الكمي، شراء الأصول المالية مثل السندات الحكومية لزيادة المعروض النقدي وخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل. استخدم الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي تدابير التيسير الكمي استجابة للأزمة المالية عام ٢٠٠٨.

- **مقرض الملاذ الأخير**
 - **التدخل في الأزمات المالية** - خلال الأزمة المالية في عام ٢٠٠٨، عملت البنوك المركزية في مختلف أنحاء العالم، بما في ذلك بنك الاحتياطي الفيدرالي، والبنك المركزي الأوروبي، وبنك إنجلترا، كمقرضين ملاذ أخير، إذ عملت على توفير السيولة لتحقيق الاستقرار في الأسواق المالية.
 - **مصرفي للنظام المصرفي** - تقبل البنوك المركزية الودائع من البنوك التجارية، وتقرضها، فتكون بمنزلة الداعم في أثناء أزمات السيولة وتمنع انهيار النظام المصرفي.

• تنظيم النظام المالي والإشراف عليه

- تتطور البنوك المركزية، بالتعاون مع الهيئات الدولية، مثل بنك التسويات الدولية (BIS)، أطرًا تنظيمية. على سبيل المثال، تضع اتفاقية بازل ٣ معايير عالمية للتنظيمات المصرفية، مع التركيز على كفاية رأس المال وإدارة المخاطر.
- بالإضافة إلى ذلك، تنظم البنوك المركزية البنوك المحلية وتشرف عليها، ما يضمن الامتثال للأنظمة التحوطية للحفاظ على نظام مالي مستقر وآمن.

• إصدار العملة وإدارتها

- **إصدار الأوراق النقدية والعملات المعدنية** - تكون البنوك المركزية مسؤولة عن إصدار العملة المادية للبلاد وتنظيمها.
- **التأثير في قيمة العملة** - تؤثر البنوك المركزية في قيمة العملة الوطنية من خلال التدخلات في أسواق العملات.
- **إعادة تصميم العملة** - تعيد البنوك المركزية تصميم الأوراق النقدية بشكل دوري لدمج ميزات الأمان المتقدمة. على سبيل المثال، قدم بنك كندا أوراقاً نقدية مصنوعة من البوليمر مع ميزات متانة وأمان محسنة.

• البحث والتحليل الاقتصادي

- تنشر البنوك المركزية، مثل بنك إنجلترا، تقارير منتظمة عن التضخم، توفر تحليلاً اقتصادياً مفصلاً، بما في ذلك توقعات التضخم والمخاطر والاعتبارات السياسية. وتعزز هذه التقارير الشفافية والتواصل.

• خدمات مصرفية

- **مصرفي للحكومة** - تعمل البنوك المركزية كمصرفي للحكومة، إذ تدير الحسابات الحكومية، وتسهل المعاملات، وتشارك في إصدار الأوراق المالية الحكومية واستردادها.
- **الاحتفاظ باحتياطيات الذهب والعملات الأجنبية** - تحتفظ البنوك المركزية باحتياطيات من الذهب والعملات الأجنبية لدعم الاستقرار النقدي.
- **خطة حماية المودعين** - توفر بعض البنوك المركزية خطط حماية للمودعين لحماية الودائع المصرفية والحفاظ على ثقة الجمهور في النظام المصرفي.

ويُبيّن الجدول الآتي التفاصيل المتعلقة ببعض المصارف المركزية الرئيسة في العالم:

- يعود تاريخ الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية إلى سنة ١٩١٣. ويتكوّن الاحتياطي الفيدرالي (المعروف باسم The Fed) من ١٢ مصرفاً احتياطياً فدرالياً محلياً، يشرف كل منها على أنشطة المصارف الموجودة في إطار حكومته المحلية ويوفّر السيولة لهذه المصارف.
- تتحمّل اللجنة الفدرالية للسوق المفتوحة، (الفومك FOMC)، مسؤولية اتخاذ القرارات الهادفة إلى إنجاز واجبها القانوني في تعزيز استقرار الأسعار وتحقيق النمو الاقتصادي المستدام.
- تجتمع اللجنة الفدرالية للسوق المفتوحة كل ستة أسابيع تقريباً بهدف استعراض أحدث البيانات الاقتصادية المتوافرة للحكم على سلامة الاقتصاد وعافيته والنظر في ضرورة إجراء أي تغييرات على سعر الفائدة الفيدرالي الذي يتأثر بالمتغيرات الاقتصادية. وقد تعقد اللجنة في حالات نادرة اجتماعاً طارئاً إذا اقتضت الظروف الاقتصادية ذلك.
- أنفذ الاحتياطي الفيدرالي- بوصفه جهة إقراض يلجأ إليها النظام المالي الأمريكي عند الضرورة القصوى- عدداً من المؤسسات والأسواق المالية الأمريكية من الانهيار أثناء الأزمة المالية، حيث قام بتمويل مجموعات الإنقاذ المالية الحكومية لقطاع صناعة السيارات وجمعيات الرهن العقاري في الولايات المتحدة. واستطاع بذلك الحدّ من انتشار حالة الهلع والحدّ من ارتفاع معدلات المخاطر النظامية في كافة قطاعات النظام المالي.

الاحتياطي الفيدرالي (The Fed)

<ul style="list-style-type: none"> • يقع مقرّ البنك المركزي الأوروبي (ECB) في مدينة فرانكفورت، وقد شرع في تحمّل مسؤولياته بوصفه مصرفاً مركزيّاً منذ بدء التعامل باليورو في ١ يناير ١٩٩٩. • البنك المركزي الأوروبي مسؤول في المقام الأول عن تحديد السياسة النقدية لمنطقة اليورو كلها، وذلك لتحقيق هدف واحد، يتمثل في المحافظة على استقرار الأسعار داخل المنطقة. ويحافظ البنك على التضخّم في حدود ٢٪ أو ما دون ذلك على المدى المتوسط، كما هو محدد في مؤشر أسعار المستهلك المتجانس (HICP)، وذلك بواسطة التأثير على تلك العوامل التي قد تؤثر بدورها في مستوى التضخّم مثل سعر صرف اليورو وارتفاع المعروض النقدي. • يُحدّد البنك سياساته النقدية عن طريق رئيسه ومجلس إدارته، ويتكوّن هذا الأخير من محافظي المصارف المركزية الوطنية في منطقة اليورو. • في عام ٢٠١٤، أسند للبنك المركزي الأوروبي دور إشرافي يتمثل في مراقبة الاستقرار المالي للبنوك في دول منطقة اليورو. يعمل هذا البنك بموجب "الآلية الإشرافية 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. وتعدّ هذه الآلية خطوة مهمة نحو بناء اتحاد مصرفي داخل الاتحاد الأوروبي. 	<p>البنك المركزي الأوروبي (ECB)</p>
<ul style="list-style-type: none"> • أنشئ المصرف المركزي البريطاني- الذي يُطلق عليه اسم بنك إنجلترا- سنة ١٦٩٤، لكنه لم يحصل على استقلاله التنفيذي في وضع السياسة التقدّية للمملكة المتّحدة، على غرار معظم الدول المتقدّمة الأخرى، إلا في العام ١٩٩٧ عندما تأسست لجنة السياسة النقدية في بنك إنجلترا (Monetary Policy Committee). • يتمحور اهتمام لجنة السياسة النقدية حول الحرص على إبقاء التضخّم ضمن الحدود التي تحددها الحكومة، وذلك عن طريق تحديد "سعر الفائدة الأساسي" وهو سعر فائدة قصير الأجل يُنشر رسمياً ويُعدّ أداة السياسة النقدية الوحيدة في يد اللّجنة. • إنّ بنك إنجلترا- بالإضافة إلى دوره في تحديد سعر الفائدة على المدى القصير- هو إحدى الهيئات التنظيمية في المملكة المتحدة، كما يتولى القيام بكافة المهام التقليدية التي تختص بها المصارف المركزية ما عدا إدارة الدين الوطني وتوفير برنامج لضمان الودائع في المصارف. 	<p>بنك إنجلترا (BoE)</p>
<ul style="list-style-type: none"> • بدأ بنك اليابان العمل بصفته مصرفاً مركزيّاً لليابان عام ١٨٨٢، ولم يحصل على استقلاله التنفيذي إلا في عام ١٩٩٧، مثل بنك إنجلترا. • يتحمّل بنك اليابان مسؤولية تحديد السياسة النقدية لليابان فيصير بين الياباني ويُدير سعر صرفه، كما يعمل بصفة جهة إقراض تلجأ إليها المصارف اليابانية في حالات الضرورة القصوى. 	<p>بنك اليابان (BOJ)</p>

٥- المؤشرات الاقتصادية الرئيسة

بالإضافة إلى كون المؤشرات ضرورية لإدارة الاقتصاد، يمكنها أن تزود المستثمرين بدليل لصحة الاقتصاد وتساعد في اتخاذ قرارات الاستثمار طويلة الأجل.

هدف التعلّم

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).

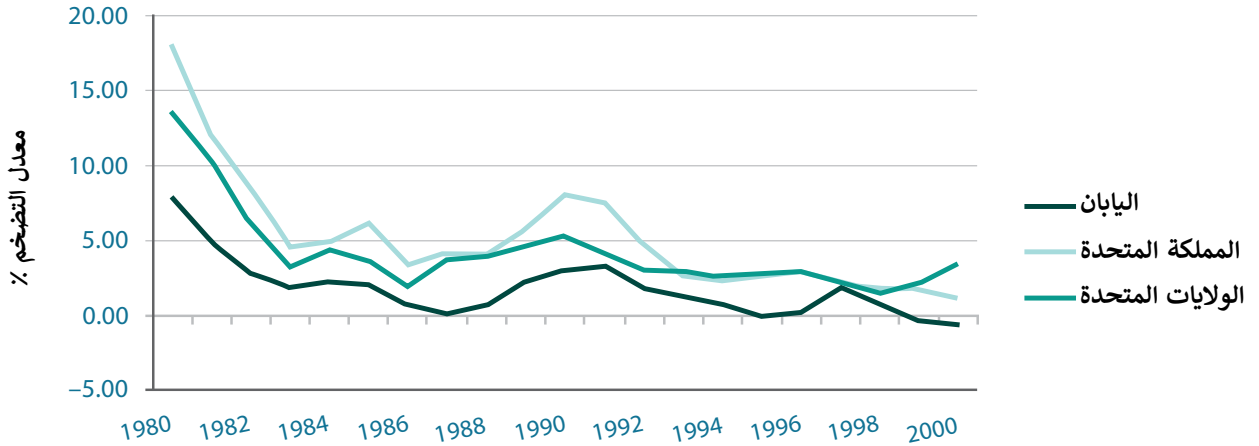
ويمكن لمستوى التضخم المرتفع أن يسبب مشاكل عديدة نذكر منها:

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

- يسهم ارتفاع أسعار العقارات السكنية والأصول في انتشار "شعور إيجابي" عام (مع أن ذلك قد يسفر أيضاً عن زيادة في التضخم، حيث يصبح أصحاب الأصول أكثر اهتماماً بالافتراض والإنفاق، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع للأسعار بصورة غير مستدامة وانهايار للأسواق بعد ذلك).
- يستفيد المقترضون من انخفاض القيمة الحقيقية لديونهم- أي بعد تعديل قيمة الدين عند أخذ أثر التضخم بعين الاعتبار.
- كما يؤدي التضخم إلى تدهور القيمة الحقيقية للدين العام، وهذا مفيد للنظام الاقتصادي في أوقات الأزمات.

يظهر الرسم البياني التالي معدلات التضخم للولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة واليابان منذ العام ١٩٨٠ حتى عام ٢٠٠٠، ويسلط الضوء على كيفية 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

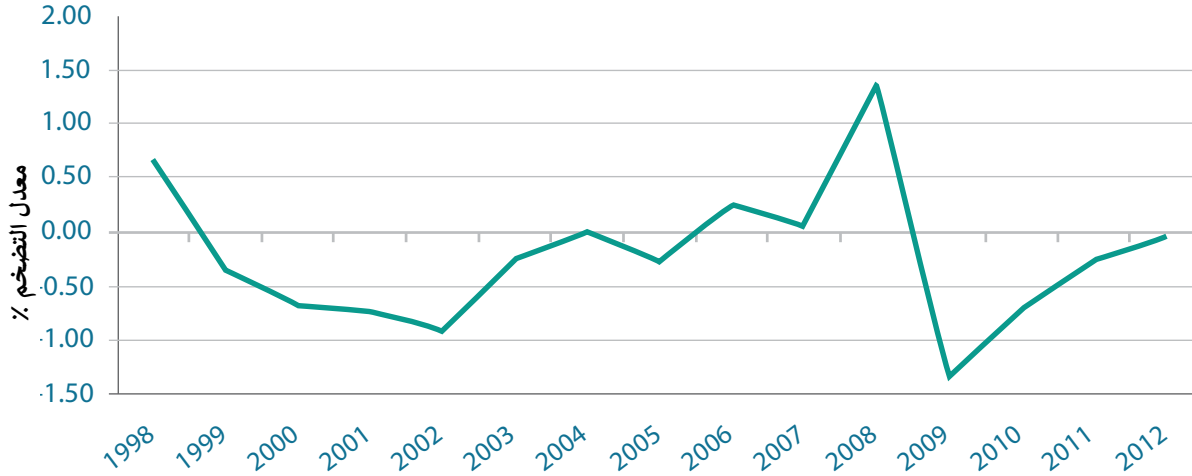
تستخدم المصارف المركزية أسعار الفائدة للتحكم في التضخم. فُتحدّد هذه المصارف سعر الفائدة على القروض التي تمنحها للمؤسسات المالية، ما يؤثر في أسعار الفائدة على القروض المتوفرة للمُدخّرين والمقترضين في آنٍ معاً. ونتيجة ذلك، تؤثر التغيرات في سعر الفائدة الأساسي الذي يضعه المصرف المركزي على إنفاق الشركات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

قد تستغرق التغييرات في سعر الفائدة الأساسي على المدى القصير مدّةً قد تصل إلى عامين حتى تحقّق تأثيرها الكامل على التضخم، لذلك يجب على المصرف المركزي أن يحاول التطلّع إلى المستقبل عند وضع السياسة النقدية المناسبة. فإذا بدا أن التضخم يتجاوز الحدّ 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 يخفّض سعر الفائدة الأساسي لتشجيع الإنفاق وتعزيز مستوى التضخم.

البيئة الاقتصادية

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، 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 مستوى الإنفاق والشعور بالتردد في الافتراض 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. كما تجدر الإشارة إلى أن مصطلح "تراجع التضخم" (Disinflation) يُشير إلى انخفاض معدل التضخم، أي أن الأسعار ما زالت ترتفع ولكن بوتيرة متناقصة.

١-١-٥ مقاييس التضخم

توجد مؤشرات متنوعة لقياس التضخم، لكنّ 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 تغيير أسعار السلع والخدمات بمرور الوقت. خلال أي فترة معينة، سترتفع أسعار بعض السلع وستنخفض أسعار بعضها الآخر، لذلك 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 "سلة تسوق" نموذجية تتألف على سبيل المثال من ٧٠٠ عنصر من شهر لآخر. وتم تطوير سلة تسوق مؤشر أسعار المستهلك من خلال جمع معلومات الإنفاق التفصيلية المقدمة من المشتريات الفعلية للعائلات والأفراد.
- يُبقى محتوى السلة ثابتاً لمدة ١٢ شهراً وتُرفق أوزان مختلفة بالعناصر المتنوعة في السلة على نحو يعكس أهميتها في ميزانية الأسرة النموذجية. وتجري بانتظام مراجعة المحتوى والأوزان المرفقة لضمان استمرارية تحديثها.
- لحساب التغيرات في الأسعار، تحدد الهيئة الحكومية سنة أساس للتكلفة الإجمالية "لسلة التسوق"، والتي تُحوّل بعد ذلك إلى مؤشر بمقدار ١٠٠.
- يُعاد على أساس شهري جمع الأسعار ويعاد حساب تكلفة السلة 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.

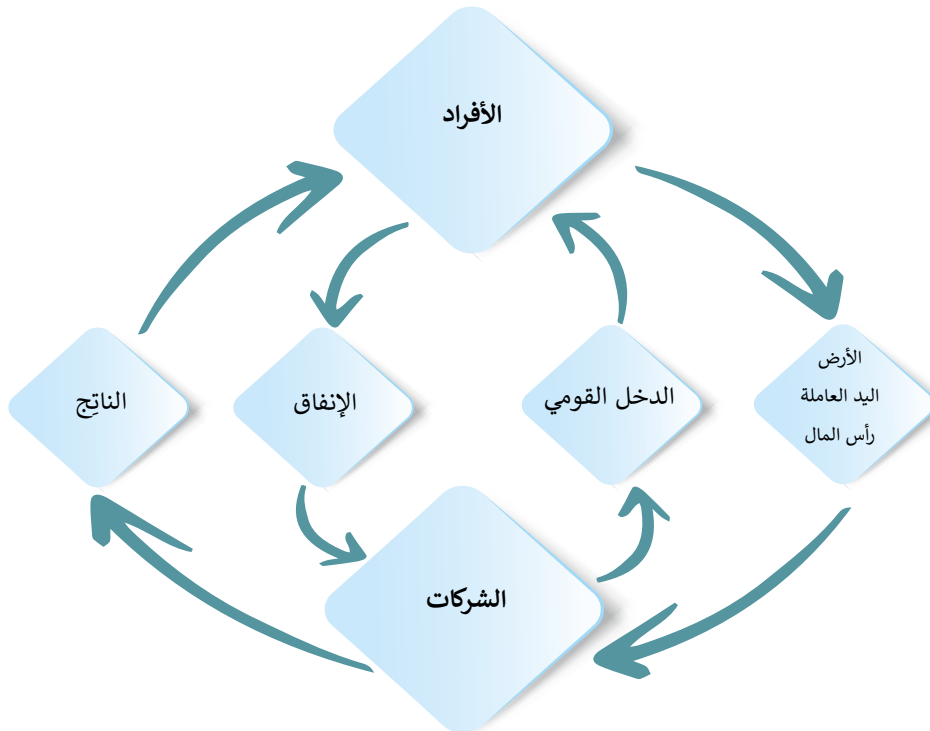
ينشر صندوق النقد الدولي بالاشتراك مع المنظمات الدولية الكبرى المعايير الدولية لحساب مؤشر أسعار المستهلك. يُشار إلى أن الإجراءات المستخدمة في الدول المختلفة ليست ثابتة فهي تستمر في التطور والتحسين، لذلك من الضروري إدراك وجود طرق مختلفة لحساب التضخم، وأن المقاييس المختلفة قد تعطي صوراً بديلة لما يحدث في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

توجد بالإضافة إلى مقاييس التضخم - مثل مؤشر أسعار المستهلك - إحصائيات اقتصادية أخرى تخضع لمراقبة دقيقة تقوم بها 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 أجرٍ 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



يمكن قياس هذا النشاط الاقتصادي بإحدى الطرق الثلاث الآتية:

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

ويُعَدّ 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	C	
إنفاق الحكومة	G	مضافاً إليه
الاستثمار	I	مضافاً إليه
الصادرات	X	مضافاً إليه
الواردات	M	مطروحاً منه
الناتج المحلي الإجمالي	GPD	يساوي

ويُعبّر عنه بالطريقة الآتية (من اليسار إلى اليمين):

$$C + G + I + (X - M) = GDP$$

النمو الاقتصادي

يتأتى النمو الاقتصادي من مصادر عديدة، لكن معدّل النمو المستدام (أو الاتجاه العام للنمو) على المدى الطويل يتوقف 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 المتقادمة؛ و
- مدى الحفاظ على البنية التحتيّة 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. ويتوقف معدل نمو الإنتاجية على المدى الطويل على عوامل عدّة، مثل التعليم والتدريب واستخدام التقنيات الحديثة التي تقلّل من الاعتماد على اليد العاملة. علاوةً على ذلك، يبقى استخلاص عوائد الإنتاجية في الاقتصاد الذي وصل إلى مرحلة ما بعد الثورة الصناعية أصعب 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 القسم ٣-١.

عندما ينمو الاقتصاد بمعدّل يتجاوز معدل اتجاه نموّه العام، فإنّ الناتج الفعلي سيتجاوز الناتج المحتمل، وغالباً ما تنجم عن ذلك عواقب تضخّمية. أما عندما يتقلّص ناتج إحدى الدول- أي يصبح معدّل نموها الاقتصادي سالباً على مدى رُبعين متتاليين على الأقل- يُقال إن الاقتصاد يمرُّ بمرحلة كساد أو يدخل في مرحلة انكماش، ما يؤديّ إلى انتشار البطالة وحدث فائض في الطاقة الإنتاجية.

٣-٥ ميزان المدفوعات وأسعار الصرف

يُعدّ ميزان المدفوعات بمنزلة سجلّ يلخّص جميع المعاملات المالية القائمة بين بلد ما وباقي بلدان العالم. فإذا كانت واردات البلد أكبر من صادراته، فإنه يعاني من عجز في ميزان المدفوعات. أما إذا كان البلد يصدّر البضائع أكثر ممّا يستوردها، فيصبح لديه فائض في ميزان المدفوعات.

يتكوّن ميزان المدفوعات من العناصر الرئيسة الآتية: الميزان التجاري، وحساب العمليات الجارية، وحساب رأس المالك

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

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

لا بد أن يغطّي أيّ عجز في الحساب الجاري ناتج عن الاعتماد التام لبلد 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 يقوم بها أي بلد ولقدرته التنافسية على المستوى الدولي وتالياً للمركز الاقتصادي لذلك البلد. وتتضح أهمية ذلك عند النّظر إلى ما يحدث عندما يتغير سعر الصرف في بلد ما.

إذا ارتفعت قيمة عملة البلد، تصبح الصادرات أقلّ قدرةً على المنافسة ما لم يخفّض المنتجون أسعار السلع الخاصة بهم والخدمات التي يقدّمونها، كما تصبح الواردات أقلّ تكلفةً، وتالياً أكثر قدرة على المنافسة في السوق. وستكون النتيجة إمّا 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. وعندما يزداد الفائض في الميزان التجاري أو يتحسن مستوى العجز فيه.

٤-٥ العجز في الميزانية والدَّين الوطني

تشكّل إدارة الأموال العامة وظيفةً أساسيةً من وظائف الحكومات؛ ومن هنا يُعدُّ مستوى ديون القطاع العام - يُشار إليه بمصطلح الدَّين القومي أو الدَّين العام في كثيرٍ من الأحيان - من أهم المؤشرات الاقتصادية.

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

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

كذلك يقاس الدَّين الوطني عادةً كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي؛ لأن المقارنات عبر الزمن يجب أن تأخذ في الاعتبار الآثار الناتجة عن عوامل عدة مثل التضخم. وقد جرت العادة على إجراء هذا الحساب من خلال قسمة الدَّين 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، قلَّ إنفاق الحكومة غالباً عن دخلها، حيث تجمع إيرادات ضريبية كبيرة من أرباح الشركات ومستويات التوظيف المرتفعة، ما يمكنها من خفض حجم الاقتراض في القطاع العام (أي القطاع الحكومي).

أما إذا تباطأ نمو الاقتصاد، فإنَّ الإنفاق الحكومي يزيد غالباً على إيرادات الضرائب، وتضطر الحكومة عندها إلى الاستدانة عن طريق إصدار سندات حكومية. وما لم تسارع الحكومة إلى إيجاد حلٍّ لخفض مستويات الدَّين العام والاقتراض المرتفعة ومدفوعات الفائدة الكبيرة الناتجة عنها، فإنها تخاطر بتقويض النمو والاستقرار الاقتصادي، وقد يُؤثّر هذا سلباً في التصنيف الائتماني لسنداها. 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 حصول الباحثين عن عمل على مرادهم، مُؤشراً 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 انقطاعٍ دام لبعض الوقت، أو مهاجرين وافدين حديثاً يفتقرون إلى المهارات المناسبة أو يقطنون في مناطق حيث يصعب إيجاد وظائف. ويشير خبراء اقتصاديون إلى ذلك على أنه "المعدّل الطبيعي للبطالة".

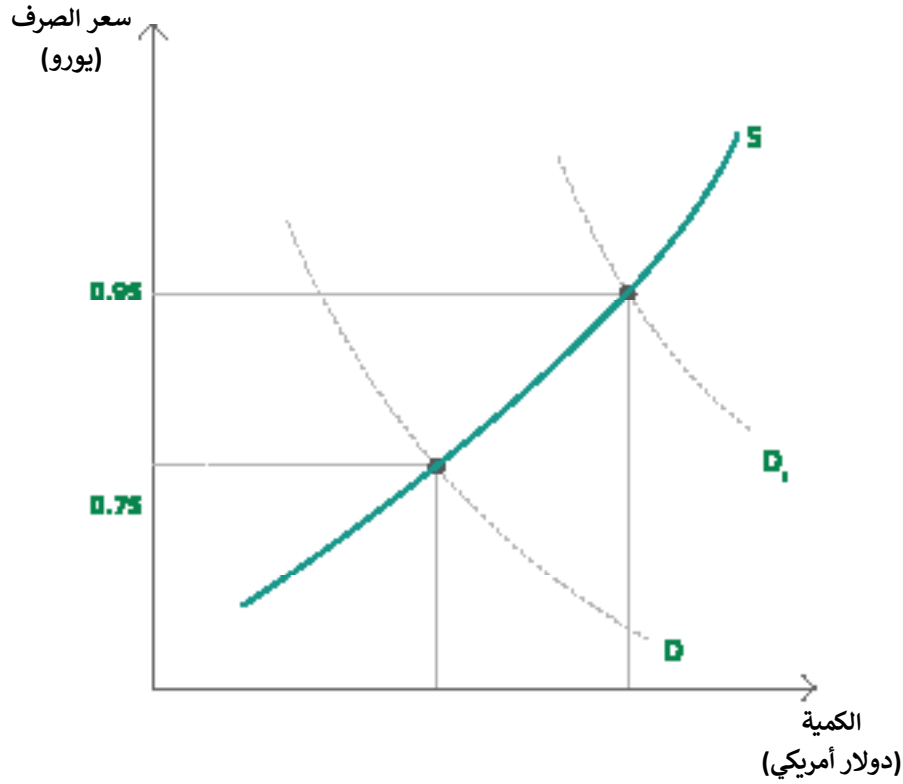
ويشير وجود معدلات بطالة مرتفعة إلى انخفاض الطلب في الاقتصاد على السلع والخدمات المنتجة التي تباع للمستهلك، وبالتالي انخفاض الطلب على القوة العاملة الضرورية لتوفير هذه السلع والخدمات.

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

٦-٥ 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 الآتي، يمكننا أن نرى كيف يتحرك سعر الصرف، كأن يكون 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.



يلاحظ أن آليات أسعار الصرف موضحة في الفصل ٥.

ندرس، في هذا السياق، تأثير أسعار الصرف في الاقتصاد. بصورة عامة، تؤدي أسعار الصرف شديدة التقلب (أي الأسعار غير المستقرة وذات التغيرات الكبيرة) إلى حدوث قدر كبير من عدم اليقين وتؤثر في النشاط الاقتصادي، فضلاً عن قرارات الاستثمار التي تنطوي على أصول أجنبية. على سبيل المثال، قد يمتلك المستثمر المقيم في المملكة المتحدة عقارات في الولايات المتحدة، أي أصل مقيم بالدولار الأمريكي. إذا انخفضت قيمة الدولار الأمريكي مقارنة بالجنيه الإسترليني فسيشهد المستثمر انخفاضاً في قيمة أصوله على الرغم من أن أسعار العقارات في الولايات المتحدة ربما لم تتغير.

من العوامل المهمة التي تؤثر في تغيرات أسعار الصرف نظام سعر الصرف الذي يتبعه البنك المركزي. وتختلف هذه العوامل على نطاق واسع، لكننا نصف هنا عاملين متطرفين:

١. **نظام السعر الثابت** - يُربط سعر الصرف بعملة معينة، مثل الدولار الأمريكي أو مجموعة من العملات لضمان بقاء السعر "ثابتاً"، ويتدخل البنك المركزي في سوق العملات لتعويض تأثير العرض والطلب من خلال إنفاق احتياطياته من العملات الأجنبية أو شراء العملات الأجنبية.
٢. **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، لكن سعر الصرف يُدار ضمن نطاق (حدود قصوى ودنيا). هذا يعني أن السعر يمكن أن يتقلب، وتالياً، لا يتدخل البنك المركزي إلا إذا جرى تجاوز الحدود القصوى أو الدنيا للسعر.
- **سعر صرف متحرك (Crawling Peg)** - مشابه للنطاق المستهدف لسعر الصرف، إنما مع اتساع نطاقات الحدود القصوى والدنيا تدريجياً. ويستخدم هذا النظام بشكل عام كاستراتيجية للابتعاد عن نظام السعر الثابت.
- **تعويم منظم (Managed float)** - يُعرف هذا أيضاً باسم التعويم "الريدي". وفي هذا النظام، يكون سعر الصرف إلى حد كبير سعراً 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 القسم ذي الصلة:

٢

١. ما الفروق الرئيسية بين الاقتصاد المخطط مركزياً واقتصاد السوق؟
مرجع الإجابة: القسمان ١-٢ و ٢-٢
٢. ما المنظمة الدولية التي تتولى التخفيف من العوائق القائمة أمام النشاط التجاري بين الدول المختلفة؟
مرجع الإجابة: القسم ٢-٤
٣. ما هي المراحل النموذجية للدورة الاقتصادية العادية؟
مرجع الإجابة: القسم ١-٣
٤. ما هي الأدوات الرئيسية للسياسة المالية؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-٣
٥. ما هي أدوات السياسة النقدية وكيف يمكن استخدامها للتأثير في الاقتصاد؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-٤
٦. ما الوظائف الرئيسية للمصرف المركزي؟
مرجع الإجابة: القسم ٤-١
٧. ما الآثار السلبية للتضخم؟
مرجع الإجابة: القسم ١-٥
٨. ما المقياس الاقتصادي المُستخدَم بوصفه مؤشراً للاستدلال على صحة الاقتصاد وعافيته؟
مرجع الإجابة: القسم ٢-٥
٩. ما الذي يمثله ميزان المدفوعات؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-٥
١٠. ما أثر معدلات البطالة المرتفعة على النظام الاقتصادي؟
مرجع الإجابة: القسم ٥-٥

حقوق الملكية/الأسهم

- ٤٣ .١ تأسيس الشركات وخصائصها، ومزايا الاستثمار في الأسهم
- ٥٠ .٢ مخاطر الاستثمار في الأسهم
- ٥٢ .٣ قرارات مجلس الإدارة
- ٥٩ .٤ الأسواق الأولية والثانوية
- ٦٠ .٥ إيصالات الإيداع
- ٦١ .٦ أسواق الأسهم العالمية
- ٦٣ .٧ مؤشرات أسواق الأسهم
- ٦٥ .٨ أنظمة التسوية

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

١- تأسيس الشركات وخصائصها، ومزايا الاستثمار في الأسهم

سواءً أُشير إليها بأسهم أو حقوق ملكية أو أوراق ملكية، فإنها تُشير عمومًا إلى رأس المال الذي تُصدره الشركة ويستثمره مالكوها. في المقابل، يُشار عادةً إلى الاقتراض طويل الأجل، أو ديون الشركة، بالسندات، وسنتناولها في الفصل التالي.

يبدأ الفصل بشرح كيفية تأسيس شركة، وننظر بعد ذلك في سمات الأسهم ومزايا امتلاك الأسهم ومخاطره وتأثير إجراءات الشركات. ثم ننتقل إلى متطلبات الإدراج في البورصة، وننظر إلى البورصات والمؤشرات العالمية، ثم نوضح كيفية تداول الأسهم وتسويتها.

هدف التعلم

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

١-١ تأسيس الشركات

يُؤسّس كثير من الأعمال التجارية، سواء كانت كبيرة أو صغيرة، حول العالم، في هيئة شركات. وتختلف عملية التأسيس باختلاف الدولة التي تُؤسّس فيها الشركة. وبغض النظر عن مقر تأسيس الشركة، فإن إنشاء الشركات يُعدُّ 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 التأسيس، بالإضافة إلى نظام الشركة الأساسي لتحديد العلاقة بين الشركة ومالكها لدى المسجل الرسمي للشركات، دار الشركات (Companies House). وفي الولايات المتحدة، يجب تقديم مواد التأسيس أو شهادة التأسيس إلى سكرتير عام الولاية ذي الصلة.

١-١-١ الشركات الخاصة والعامة

عادة ما تُؤسّس الشركات إما كشركات خاصة أو عامة. ولا يُسمح لغير الشركات العامة بإصدار الأسهم للعامة. ونتيجة لذلك، فإن جميع الشركات المدرجة هي شركات عامة، ولكن ليس جميع الشركات العامة مدرجة في البورصة.



يشير اسم الشركة إلى ما إذا كانت عامة أو خاصة. على سبيل المثال، تحمل أسماء الشركات العامة في المملكة المتحدة الاختصار "plc" (public limited company)، ومعناه "شركة عامة محدودة"، في حين أن أسماء الشركات الخاصة في المملكة المتحدة هي التي تحمل كلمة "limited" أو "Ltd" (محدودة). وكما ذكرنا سابقاً، من الممكن تماماً أن تكون الشركة "مجرد" شركة عامة غير مدرجة في البورصة. وبنك HSBC Holdings العالمي هو شركة عامة محدودة (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 (Euronext) وبورصة برمودا (BSX). وفي المقابل، فإن Virgin Holdings إمبراطورية ريتشارد برانسون التجارية، هي شركة عامة، لكنها غير مدرجة في البورصة.

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

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

يحقُّ لحملة الأسهم- بوصفهم مُلاك الشركة- التصويت بـ "نعم" أو "لا" على كلِّ مشروع قرارٍ يطرحه مجلس الإدارة في جمعية الشركة العمومية (أو الامتناع 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 بالرفض، لا يتم إقرار مشروع القرار وسيضطر أعضاء مجلس الإدارة إلى إعادة النظر مجدداً في العرض.

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

أما إذا كان أداء الشركة ضعيفاً، فيتحمّل حملة الأسهم الخسارة. وإذا توقفت الشركة عن مزاولة 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 يتقاسمون ما تبقى فحسب.

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

القيمة الأصلية لسهم شركة أمريكية هي السعر المُدرج به في النظام الأساسي للشركة عند إصداره لأول مرة. وللمثال لهذا الشرط، تُحدد معظم الشركات قيمةً اسمية للقيمة الأصلية، سنناً واحداً أو أقل (٠,٠١ دولار)، على سبيل المثال. وإذا أنشئت شركة أمريكية برأس مال قدره ١٠٠ دولار، فقد تتكون من ١٠,٠٠٠ سهم عادي بقيمة سنت واحد. وبافتراض أن كل سهم مدفوع بالكامل، فإن المساهم الأول الذي يكتتب لـ ٢,٠٠٠ سهم سيدفع ٢٠ دولاراً.

في حال إفلاس الشركة، تقتصر مسؤولية هذا المساهم تجاه ديون الشركة على المبلغ الذي اكتتب له، أي ٢٠ دولاراً.

في الولايات المتحدة، قد يكون عدد الأسهم التي صدرت للمساهمين الأوائل أي عدد يصل إلى عدد الأسهم المصرح بها. وإذا سعت الشركة إلى استقطاب المزيد من المساهمين مستقبلاً، فيمكنها إصدار عدد أقل بكثير من إجمالي الأسهم المصرح بها. وعند تحديد عدد الأسهم المصرح بها، يجب على الشركات تحقيق التوازن بين توفير مرونة كافية لجمع الأموال مستقبلاً وتجنب تقليص الملكية. إذ قد يوفر عدد أكبر من الأسهم المصرح بها مجالاً أكبر للنمو المستقبلي، ولكنه قد يُضعف أيضاً الملكية ويُقلل من القيمة التي يجنيها المساهمون.

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

٣-١ الأسهم الممتازة (أسهم الأفضلية)

تصدر بعض الشركات أسهم أفضلية (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 مالية هجينة، لأنّها تجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات (الديون). فعلى الرغم من أنها أحد أشكال الاستثمار في الأسهم، إلا أنّها تتمتع أيضاً بخصائص السندات، لا سيما من حيث تحقيقها دخلاً ثابتاً للمستثمر. ويتمتع حملة الأسهم الممتازة بالأفضلية القانونية على حملة الأسهم العادية في ما يتعلّق بتوزيع الأرباح وتوزيع الأصول في حال تعرّض الشركة للإفلاس. كذلك تتوفر تصنيفات ائتمانية لأسهم الأفضلية في أغلب الأحيان، ويتمتع حملتها بالأولوية على حملة الأسهم العادية في هيكل رأس المال.

تتصّف 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 الأفضلية على الأسهم العادية عند توزيع أرباح الأسهم.
- تحظى بالأولوية مقارنةً بالأسهم العادية عند إعادة سداد قيمتها في حال إفلاس الشركة أو توقّفها عن مزاولتها نشاطها.
- يمكن أن تشكّل جزءاً من الأسهم المُصدّرة للشركة، وذلك لمدة زمنية محدودة، إذا كانت قابلة للتحويل أو قابلة للاسترداد (انظر الفقرة أدناه).

في ما 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، تترام 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 تحقّق 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 للوفاء 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.

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

في ما يتعلق بالاستحقاق، قد تكون الأسهم الممتازة أدوات دائمة من دون تاريخ استرداد (مثل الأسهم العادية)، وتتميز بعض الأسهم الممتازة بقابليتها للاسترداد أو التحويل إلى أسهم عادية. ويمكن لحملة الأسهم الممتازة القابلة للتحويل تحويلها إلى أسهم عادية للشركة بعد مرور مدة زمنية محددة وبشروط مُتفق عليها مسبقاً.

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

تجدر الإشارة إلى أن "السندات الممتازة" (Preferreds) الأمريكية قد تبدو مشابهة لـ "الأسهم الممتازة" (Preferred stocks) لكنها تختلف عنها في الواقع. إذ تعدّ السندات الممتازة (التي سنتناولها في الفصل الرابع) سندات هجينة، في حين أن الأسهم الممتازة التي يشار إليها في الولايات المتحدة بـ preferred stocks (أسهم الأفضلية) هي مثل الأسهم الممتازة التي يشار إليها في بريطانيا بـ Preferred shares.

مثال

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

يعني هذا:

- سيتلقّى هذا المستثمر توزيعات أرباح أسهم ثابتة بنسبة ٧,٣٧٥٪ كل عام تُسدد على قسطين متساويين نصف سنويين (كل ستة أشهر) في ١ أبريل و١ نوفمبر.
- تُحسب توزيعات أرباح الأسهم عن طريق ضرب قيمة الأسهم المملوكة (١,٠٠٠ جنيه إسترليني) في سعر الفائدة وقدره ٧,٣٧٥٪، فتكون توزيعات أرباح الأسهم السنوية ٧٣,٧٥ جنيهًا إسترلينيًا متضمنة الضريبة، حيث يُدفع هذا المبلغ على قسطين.
- تُسدد 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 يُسدد رأس المال عادةً إلا في حال إفلاس الشركة أو إغلاقها. وفي تلك الحالة، يتلقّى المستثمر مبلغاً يعادل القيمة الاسمية للأسهم؛ (وبتعبير آخر ١,٠٠٠ جنيه إسترليني) شريطة توفر المال الكافي بعد حلّ الشركة، وتُدفع له قبل تسديد قيمة أيّ من مستحقات حملة الأسهم العادية.

٤-١ مزايا الاستثمار في الأسهم

يعني ملكية أسهم في إحدى الشركات امتلاك حصّة في تلك الشركة، وتعود هذه الملكية على صاحبها ببعض المزايا والحقوق، حيث يتوقع حملة الأسهم العادية 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 بمنزلة العوائد أو الأرباح التي يُحقّقها المستثمر لقاء مخاطرته بتمويل الشركة. تُسدد الشركات توزيعات أرباح الأسهم من الأرباح المُحققة، 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. وحققت منذ ذلك الحين أرباحاً بقيمة ٢٠ مليون دولار أمريكي. ووزعت أرباح أسهم بمقدار ١٣ مليون دولار. فيكون رصيد الشركة من الأرباح المحتجزة في بداية العام ٧ ملايين دولار. حققت شركة النزاهة في العام الحالي أرباحاً تُقدّر بقيمة ٣ ملايين دولار بعد خصم الضرائب، وقررت 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 النّزاهة أن تُوزّع أرباح أسهم تتجاوز ٣ ملايين دولار، على الرغم من أن أرباحها لم تتجاوز ٣ ملايين دولار في العام الحالي، وذلك لأنها تستطيع استخدام الأرباح المُحتجزة من الأعوام السابقة. ويشار إلى توزيعات أرباح الأسهم في هذه الحالة بالأرباح "المُجرّدة" أو "غير المغّطاة"، 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 يؤدّي إلى ردود فعلٍ سلبية بين حملة الأسهم، ما يؤثّر سلباً في رغبة المستثمرين عموماً في امتلاك أسهم الشركة أو حتى المُساهمة في زيادة رأس مالها.

ويُقرن 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 توزيعات أرباح الأسهم، أي توزيعات أرباح الأسهم كنسبة مئوية من سعر السهم الحالي.

مثال

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

$$100 \times \frac{\text{توزيعات أرباح الأسهم (١ مليون دولار)}}{\text{القيمة السّوقية}}$$

فيكون عائد توزيعات أرباح الأسهم:

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

بما أنّ الشركة سدّدت ١ مليون دولار لحملة الأسهم عن العدد الكليّ للأسهم البالغ ٢٠ مليون سهم، يمكن حساب عائد توزيعات أرباح السهم على أساس السهم الواحد أيضاً. فتعادل توزيعات أرباح السهم الواحد: ١ مليون ÷ ٢٠ مليون سهم أي ما يساوي ٠,٠٥ دولار، 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 ولا 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، توّج الشركة الأرباح التي تحقّقها بدلاً من الاحتفاظ بها لإعادة استثمارها في الشركة. ومن الأمثلة على ذلك، شركات الخدمات العامة (مثل شركات المياه أو الكهرباء).
- انخفاض سعر السهم لسبب ما، وقد يعود ذلك إلى عدم نجاح الشركة أو التّوقعات 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 تُحقّقها 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 مُحقّقة"، ويواجه المستثمر احتمال انخفاض سعر السهم قبل أن يتمكن من تحقيق أرباح إثر بيع السهم وقبض قيمته.

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 أسهم جديدة قبل طرح هذه الأسهم للاكتتاب العام. وفي كثير من الحالات يقبض حملة الأسهم تعويضاً مالياً إذا قرروا عدم الاكتتاب في الأسهم الجديدة.

حقوق الملكية/الأسهم

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 يتمتع المستثمرون الحاليون بحماية محدودة من الإجراءات المتخذة. وفي أماكن أخرى حول العالم، فتوجد أنواع من الشفعة، لكن الإجراءات ومستويات الحماية تختلف.

يُوضّح المثال الآتي آليّة 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 (انظر القسم 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.

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

ويُدلي حملة الأسهم بأصواتهم بإحدى الطريقتين الآتيتين:

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

لكنّ بعض الشركات تُصدر فئات مختلفة من الأسهم، لحملة بعضها حقُّ التصويت الجزئي أو ليس لهم حقُّ في التصويت على الإطلاق. ويسمح هذا لبعض حملة الأسهم بالسيطرة على الشركة بالرغم من امتلاكهم نسبةً أقلّ من الأسهم. فعلى سبيل المثال، تصدر شركة ألفابيت (Alphabet)، الشركة القابضة لشركة غوغل (Google)، فئات مختلفة من الأسهم بحيث تضمن لمؤسسي الشركة التحكم بمسار عملها من دون الحاجة إلى امتلاك حصة أغلبية من الأسهم. وقد لاقت مثل هذه المقاربات ردود فعل المستثمرين السلبية، 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 الوطاء أو مديري الاستثمار تديرها شركات مخصصة لهذا الغرض الوحيد الذي هو الاحتفاظ بالأسهم والاستثمارات الأخرى وإدارة المعاملات المتعلقة بها. ولا تتداول هذه الشركات في الأسهم، ولذلك 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 نيابةً عنه.

٢- مخاطر الاستثمار في الأسهم

هدف التعلّم

٤-١-٣ فهم المزايا والعيوب والمخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم: مخاطر تغير السعر؛ مخاطر السيولة؛ مخاطر الجهة المُصدرة للأسهم؛ مخاطر تغيّر 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 البلد أو البلدان 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 الأقسام الآتية.

١-٢ مخاطر السوق وتغيّر السعر

يُقصد بمخاطر تغيّر السعر مخاطر انخفاض أسعار الأسهم بصفةٍ عامة. على الرغم من أن هذا التغير قد لا يؤثر في قدرة الشركة المعنوية على مواصلة سداد توزيعات أرباح الأسهم، فقد يتكبّد المستثمرون خسائر في رأس المال. لسوء الحظ، تحدث الانهيارات في أسعار الأسهم على مستوى السوق بشكل متكرر 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.
- مع ظهور عصر الإنترنت، سادت أوساط المستثمرين توقعات متفائلة بتطوّر نظام اقتصادي جديد، الأمر الذي أدى إلى الارتفاع المفاجيء في أسعار أسهم شركات الإنترنت. وقد أدرج الكثير من أسهم هذه الشركات في بورصة ناسداك التي ارتفع مؤشرها من ٦٠٠ إلى ٥٠٠٠ بحلول عام ٢٠٠٠. ووصف رئيس مجلس إدارة البنك الاحتياطي الفيدرالي سلوك المستثمرين آنذاك بأنه "تصرف متهور غير عقلائي". 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.

حقوق الملكية/الأسهم

- أدت أزمة القروض العقارية وأزمة الائتمان إلى هبوط آخر في أسواق الأسهم. ففي عام ٢٠٠٨، شهد مؤشر ناسداك أسوأ انهيار له على الإطلاق، حيث انخفض بنسبة ٤٠,٥٤٪ على مدار العام. وانخفض مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA) بنسبة ٣٣,٨٤٪، بينما تراجع مؤشر فوتسي ١٠٠ (FTSE100) بنسبة ٣١٪ في أكبر هبوط سنوي شهده منذ إنطلاقه في عام ١٩٨٤.
- في 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 أرباح سيئة مثل خسارة أحد العقود الرئيسية.

وتختلف مخاطر انخفاض أسعار الأسهم باختلاف الشركات؛ فالأسهم العالية المخاطرة، كأسهم الشركات المعرّضة 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 يكن 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 دولاراً - ٧,٢٢ دولاراً في اليوم العادي. لكي يبدأ المستثمر الذي اشترى أسهماً في الشركة (بسعر ٧,٢٢ دولاراً) بتحقيق أرباح رأسمالية، يجب أن يرتفع سعر السهم بحيث يزداد سعر الطلب (السعر الذي يمكن بيع السهم عنده) بمقدار يزيد عن ٠,٠٢ دولاراً (كأن يرتفع من ٧,٢٠ إلى ٧,٢٣ دولاراً مثلاً).

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

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

٣-٢ مخاطر الجهة المُصدرة

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

بصورة عامة، يقلّ احتمال انهيار الشركات العريقة الكبيرة الحجم، ما يجعل مخاطر انهيارها تبدو ضئيلة. إلا أن انهيار شركة إنرون (Enron) وبنك ليمان براذرز (Lehman Brothers) مثالاً واضحاً على أن هذه المخاطر حقيقية وقائمة فعلياً ولا يمكن تجاهلها.

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

٤-٢ مخاطر تغير سعر الصَّرف

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 يملكه من أسهم مقابل ١,٢٠٠ دولار، فيكون قد حقق بذلك ربحاً بالدولار نسبته ٢٠٪. لكن إذا تغير سعر الصرف، فإنه قد لا يحقق الربح نفسه. فإذا ضعف سعر صرف الدولار أمام اليورو ليصبح ١ دولار:٠,٦٠ يورو مثلاً، ستخفض 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

هدف التعلّم

٥-١-٣ 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 سنداتّها. فعلى سبيل المثال، تدفعُ معظم الشركات توزيعات أرباح الأسهم إلى حملة الأسهم مرتين سنوياً.

تُصنّف قرارات مجلس الإدارة إلى ثلاث فئات رئيسية:

١. **قرار إلزامي:** إجراء تفرضه الشركة ولا يتطلّب أي تدخّل 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 تدخّل حملة الأسهم، غير أنّه يمنح حملة الأسهم الحقّ في اللجوء إلى خيارٍ بديل خلال فترة زمنية مفتوحة حتى تاريخ تنفيذ الخيار التلقائي. ومن الأمثلة على هذا النوع من القرارات حقّ الأولوية (الذي سنتناوله بالتفصيل في القسم ٣-٢).
٣. **قرار طوعي:** قرار يتطلّب تصويت حملة الأسهم. ومن الأمثلة على ذلك القرارات المتعلقة بعروض التملك أو الاستحواذ. فإذا تقدمت شركة أخرى بعرضٍ للاستحواذ على الشركة، يجب على كلّ فردٍ من حملة الأسهم التصويت لقبول العرض أو رفضه.

هذا التصنيف معتمدٌ في أنحاء أوروبا كافة ولدى مراكز الإيداع والحفظ المركزيّ الدولية للأوراق المالية مثل يوروكليبر (Euroclear) وكليبرستريم (Clearstream). وتجدر الإشارة إلى أنّه في الولايات المتّحدة تنقسم قرارات مجلس الإدارة ببساطة إلى فئتين اثنتين: طوعية وإلزامية، ما يجعل الفارق الرئيس بينها وبين غيرها متمثلاً في القرارات الإلزامية مع خيارات. وفي الولايات المتّحدة ينقسم هذان النوعان من القرارات إلى اثنتين أو أكثر من القرارات المختلفة التي يجب معالجتها.

١-٣ 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، سُنحَد بنود القرار ما سيحدث. وقد يكون القرار بسيطاً مثل حصة السهم الواحد من توزيعات الأرباح. وفي أحيان أخرى قد يتضمّن 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، وهذه هي الطريقة المعيارية المُتبعة في الأسواق الأوروبية والآسيوية، ويمكن تذكّرها 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 يُمثّل الرقم الثاني عدد الأسهم التي امتلكها سابقاً. وبالتالي نعبّر عن المثال السابق بحسب المصطلحات الشائعة في الولايات المتحدة الأمريكية بالصيغة ٥:٤. فإذا أعلنت شركة أمريكية مثلاً عن توزيع الأرباح في صيغة أسهم مجانية بنسبة ٥:٤، وكان بحوزة أحد المستثمرين ١٠,٠٠٠ سهم، تصبح ملكية المستثمر من الأسهم ١٢,٥٠٠ سهم.

٢-٣ أنواع قرارات مجلس الإدارة

هدف التعلّم

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 أنّ هذا مُجرّد عرض وحملة الأسهم حقّ الاختيار، يُعدّ إصدار حقوق الأولوية مثلاً على قرارات الشركة "الإلزامية مع خيارات". ومن الأمثلة الأخرى على إصدار حقوق الأولوية منح الشركة حملة الأسهم الحاليين حقّ شراء سهم واحد مقابل كل أربعة أسهم يمتلكونها بسعر مُحدّد عادةً ما يكون بخصم على السعر المعروض في السوق.

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

مثال

لدى شركة ABC العالمية المحدودة ١٠٠ مليون سهم قيد الإصدار تُتداول حالياً بسعر ٤,٠٠ جنيه إسترليني للسهم الواحد. وبهدف جمع التمويل اللازم للتوسع، 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. إذ تُعد ملكية هذه الحقوق قابلةً للتحويل (وغالبا ما تُوصف بكونها "حقوقاً يمكن التنازل عنها") وهي ذات قيمة لأنها تساعد على شراء السهم بسعر مخصوم قدره ٢ جنيه للسهم الواحد.
- عدم اتخاذ أي إجراء. وإذا 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).
- يمكن للمستثمر بيع ما يرغب من حقوقه لجمع مبلغ من الأموال النقدية التي تمكنه من شراء بقية الحقوق أو الأسهم. فإذا امتلك مستثمر ٤٠٠٠ سهم، فإنه يحق له شراء ١٠٠٠ سهم جديد. حيث يمكنه بيع ما يكفي من الحقوق لجمع النقد واستخدامه لشراء ما تبقى من الأسهم أو الحقوق.

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 جنيهاً أي ٣,٦٠ للسهم الواحد.

هذا يعني أنه 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).

يُعرف سعر السهم المعدل البالغ ٣,٦٠ جنيهاً إسترلينياً 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 جنيهاً إسترلينياً، مع إمكانية الحصول على سهم جديد مقابل ٢,٠٠ جنيه إسترليني، 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.

يمكن أن تتمثل الاستجابة المبدئية لإعلان إصدار حقوق الأولوية في انخفاض سعر السهم ليتسنى للسوق تحديد أسباب إصدار حقوق الأولوية وتأثيره على مستقبل الشركة. وإذا كانت المسألة تتمحور حول 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.

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 تتولى 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 ثم تباع تلك الأسهم التي اشترتها عندما تتحسن الظروف في السوق. وبذلك فإنها قد تحقق 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، يُستخدم حلٌ بديلٌ مشابه لإصدار حقوق الاكتتاب في الأسهم عندما ترغب إحدى الشركات في جمع التمويل الإضافي اللازم، ألا وهو العرض المفتوح.

يتوفر 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 الحق في شراء الأوراق المالية المعروضة حقاً لا يمكن نقله وتداوله، كما لا يمكن بيعه.

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

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

يُعدّ قرار الشركة بتوزيع الأرباح على صورة أسهم مجانية (ويُعرف 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.

كل 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.

بهذا، 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) إلى النصف أي ٦ دولارات في هذه الحال.

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

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

تتضمن تجزئة الأسهم تقسيماً فرعياً أو تقسيم كل سهم إلى عدد من الأسهم. فإذا كان لدى شركة أسهم قيمتها الاسمية ٥ دولار للسهم الواحد وتباع في السوق بسعر ١٠ دولار، فإنها تستطيع تجزئة كل سهم إلى خمسة أسهم بحيث تصبح القيمة الاسمية لكل سهم دولاراً واحداً. ونظرياً، يجب أن يبلغ سعر السهم الجديد في السوق دولارين (١٠ دولارات 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، وتالياً يصبح المستثمرون غير قادرين على تحمل تكلفته.

تسمى العملية المعاكسة لهذه العملية بالتجزئة العكسية أو تجميع الأسهم: حيث تُجمع الأسهم مع بعضها بعضاً. فعلى سبيل المثال، إذا كان سعر سهم الشركة ١٠،٠ من الدولار، فإنها تستطيع تجميع كل عشرة أسهم في سهم واحد. وبناءً على ذلك، يجب أن يصبح سعر السهم الواحد في السوق دولار واحد (١٠ × ٠,١). وتتبع الشركات هذا الإجراء عادةً في حال تراجع سعر السهم إلى مستوى منخفض ورغبت الشركة في جعل أسهمها أكثر جاذبية للمستثمرين.

٥-٢-٣ توزيعات أرباح الأسهم

توزيعات أرباح الأسهم مثال 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، ويُشار إليها بصفة 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 بمنزلة توزيعات أرباح الأسهم المرحلية، وتتبعها دفعة أرباح أخيرة نهائية.

قد يتفاوت المبلغ المدفوع للسهم الواحد من آونة لأخرى، إذ يتوقف على عدة 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 مباشرة 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 شخص إلى آخر، تحديد الشخص المخول باستلام توزيعات أرباح الأسهم. لذلك، ثمة إجراءات معينة تتبعها هذه الشركات للحد من إمكانية حدوث خطأ عند توزيع أرباح الأسهم بحيث لا يستلم الأرباح شخص غير مخول باستلامها وبحيث تضمن الشركة وصول توزيعات أرباح الأسهم إلى مستحقيها من حملة الأسهم.

تُشتري الأسهم وتُباع مع الحق في استلام الدفعة التالية من أرباح الأسهم الموزعة المعلنه حتى تاريخ تسجيل الملكية. ويُعلن (يُصرّح) عن يوم التسجيل هذا في يوم الإعلان قبلها بمدة. ويشار إلى السهم المُشترى بين يوم الإعلان ويوم التسجيل بمصطلح **السهم المستحق لأرباحه (cum-dividend)**. فإذا اشترى مستثمر السهم مع أرباحه، يحق له استلام دفعة الأرباح المعلنه. بينما يصبح السهم من دون أرباحه أو مجرداً من أرباحه (ex-dividend) في المدة التي تلي يوم التسجيل. ولا يحق للمستثمر الذي يشتري هذه الأسهم استلام أي من توزيعات أرباح الأسهم المعلن عنها.

على سبيل المثال، أصبحت المدة الزمنية اللازمة للتسوية عالمياً خلال العقد الأخير من الزمن (T+٢)، ما يعني أنّ التسوية تتم خلال يومي عمل من تاريخ التنفيذ. فإذا نُقِدتْ صَفَقَةٌ يوم الاثنين على سبيل المثال، فإنها تسوّى بحلول يوم الأربعاء من الأسبوع ذاته. ومع ذلك، تحوّلت أسواق رأس المال الدولية تدريجياً إلى دورة تسوية قياسية أقصر للأوراق المالية، وهي T+١. وفي مايو ٢٠٢٤، انتقلت أمريكا الشمالية (الولايات المتحدة وكندا والمكسيك) إلى تسوية T+١، مما دفع المزيد من الولايات القضائية إلى الإعلان عن خطوة مماثلة. وفي وقت كتابة هذا التقرير (ديسمبر ٢٠٢٤)، كان الاتحاد الأوروبي يُجري مشاورات للانتقال إلى T+١. ويعطي المثال الآتي توضيحات عن الجدول الزمني لتوزيع أرباح الأسهم.

مثال

في ما يأتي نستعرض الترتيب الزمني لقرارات إحدى الشركات المُدرجة 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)، وقررت توزيع أرباح بقيمة ٠,٠٨ جنيه إسترليني لكل سهم. وقد أعلنت (صرحت) الشركة عن توزيعات أرباح الأسهم في شهر أغسطس، وقررت أن هذه الأرباح سوف تكون مستحقة لحملة الأسهم المقيّدة أسماؤهم في القيد الخاص بحملة الأسهم يوم الجمعة ٢ أكتوبر على أن تُدفع توزيعات الأرباح لحملة الأسهم هؤلاء في تاريخ يُحدّد لاحقاً.

يُعرف يوم الجمعة ٢ أكتوبر عادةً بأسماء مُتعدّدة:

- تاريخ القيد
- تاريخ التسجيل
- تاريخ إغلاق سجل الأسهم

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

عادةً، يتم اختيار التاريخ الذي يصبح فيه السهم من دون 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 والسبب ما لم تتم تسوية عملية الشراء بحلول يوم الجمعة ٢ أكتوبر، لا يحقّ لهذا المُستثمر المطالبة بتوزيعات أرباح الأسهم. ويجب في هذه الحالة التقدم بطلب لاسترداد الأرباح، وبالتالي يستردّ الوسيط الذي يعمل لصالح المُشتري المال عن طريق وسيط البائع.

٦-٢-٣ عمليّات الاستحواذ والاندماج (Takeovers & Mergers)

يمكن أن تنمو الشركات التي تسعى إلى التوسّع بصورة تدريجية وطبيعية أو بواسطة شراء شركات أخرى. ففي عمليّة الاستحواذ، التي يمكن أن تكون ودّيّة أو عدائيّة، تسعى شركة (”الشركة المُفترسة“ كما يُشار إليها اصطلاحاً باللُّغة الإنجليزيّة) إلى شراء شركة أخرى (يُشار إليها بالشركة الهدف).

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

تحدث عمليّة الدمج على نحو مشابه عندما يكون للشركتين حجم مماثل وتتفقان معاً على الاندماج. لكن عمليّة 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 الآتي نماذج من بعض أكبر عمليّات الاستحواذ والاندماج (M&A) التي حدثت منذ عام ١٩٩٨ (بعد التعديل وفقاً للتضخّم).

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	٣٧٣
٢	٢٠١٧	مجموعة شينها	شركة الصين غيدان	٣٥٤
٣	٢٠٠٠	أمريكا أون لاین المحدودة	شركة تايم وورنر	٣٢٥
٤	٢٠١٨	كيم تشاينا	سينوكيم	٣٠٩
٥	٢٠١٩	غاز دو فرانس	سويس	٢٥٩
٦	٢٠٠٠	جلاكسو ويلكم	سميثكلاین بيتشام	١٩٧
٧	٢٠١٣	شركة فيريزون للاتصالات	شركة فيريزون وايرلس	١٧٣
٨	٢٠١٣	داو للكيميائيات	دوبونت	١٦٦
٩	٢٠١٩	يونايتد تكنولوجيز	رايثيون	١٤٧
١٠	٢٠١٥	أنهاوسر - بوش إنبيف أس آيه / أن آيه	شركة ساب ميلر المحدودة	١٠١,٥

المصدر: [./https://dealroom.net](https://dealroom.net)

٣-٣ جمعيات الشركات

هدف التعلّم

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

يجب أن تعقد الشركات العامة جمعيات عمومية سنوية (Annual General Meetings) تمنح في أثنائها حملة الأسهم فرصةً لطرح الأسئلة على أعضاء مجلس الإدارة حول إستراتيجية الشركة وآليات تنفيذ عملياتها (في الماضي والمستقبل على السواء). ويختلف اسم هذه الجمعيات من بلد إلى بلد، فُيُطلق عليها في بعض البلدان اسم الجمعية العامة وتسمى في بلدان 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.

تُعَدُّ 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 عددٍ أكبر من حملة الأسهم لصالح هذا القرار، أي ٧٥٪ على الأقل من الأصوات عموماً.

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

٤- الأسواق الأولية والثانوية

هدف التعلّم

٩-١-٣ 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** و**السوق الثانوية**. يشير مصطلح السوق الأولية إلى طرح الأسهم الجديدة في شركة ما أمام المستثمرين للمرة الأولى. وبمجرد أن يحصل المستثمر على الأسهم، يصبح من المحتمل أن يرغب في بيع بعضها أو كلها في المستقبل، ويتسنى له ذلك عموماً عن طريق أحد أسواق الأسهم.

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

توجد الأسواق الأولية بهدف جمع رأس مال إضافي وتوفير الفرصة للمستثمرين للوصول إلى رؤوس الأموال الإضافية، بينما تُتيح الأسواق الثانوية للأسواق الأولية إمكانية العمل بفعالية عن طريق تيسير التداول 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 كدفوعات 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 تحكّم 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

هدف التعلّم

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

استُحدثت إيصالات الإيداع الأمريكية (ADRs) في عام ١٩٢٧، وصُممت 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.

تكون إيصالات الإيداع الأمريكية مقومةً بالدولار الأمريكي وتصدر على هيئة أوراق مالية لحاملها، بحيث يكون أحد مصارف الإيداع بمنزلة 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 إيصالات الإيداع الأمريكي في أي وقت يشاء ويصبح بذلك المالك الاسمي لهذه الأسهم.

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

لكلّ إيصال من إيصالات الإيداع الأمريكية عددٌ مُحدّد من الأسهم المقابلة، أو يمثّله جزءٌ من السهم المقابل له. فشركة تصنيع السيارات فولكس فاغن (Volkswagen AG) مثلاً مدرجةً 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 فاغن المفردة. وتوفّر إيصالات الإيداع الأمريكية للمستثمرين طريقةً بسيطةً وموثوقةً ومنخفضة التكلفة من الناحية الاقتصادية للاستثمار في الأسواق الأجنبية وتجنّب التكاليف الباهظة لعمليات التداول والتسوية. وأصدرت شركات أخرى معروفة عالمياً، مثل شركة بريتيش بتروليوم (BP) ونوكيا (Nokia) وشل (Shell) وفودافون (Vodafone)، إيصالات إيداع أمريكية أيضاً.

الجدير ذكره أن إيصالات الإيداع الأمريكية ليست النوع الوحيد من إيصالات الإيداع التي يمكن للشركات إصدارها، إذ يُطلق على إيصالات الإيداع التي تصدر خارج الولايات المتحدة الأمريكية مصطلح إيصالات الإيداع العالمية (GDRs). وقد بدأ إصدار إيصالات الإيداع العالمية منذ عام ١٩٩٠، ويجري تداولها في كثير من البورصات. والجدير ذكره أنّ إصدارها يتزايد في الأسواق الآسيوية والناشئة. كما تتوفر 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.

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

وتجمع كلٌّ من يوروكلير وشركة صندوق الإيداع والمقاصة (DTCC) توزيعات أرباح الأسهم المقابلة للإيصالات، ومن ثم تحوّلها إلى دفعاتٍ ماليةٍ يمكن تسليمها لحملة إيصالات الإيداع العالمية. وتجري 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.

ويُمكن تحويل نسبة تصل إلى ٢٠٪ من رأس مال الشركة من الأسهم التي يتمتع حاملوها بحق التصويت إلى إيصالات إيداع. وفي بعض الحالات، قد يُصدِر 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. وتُغلق مرحلة ما قبل الإصدار بمُجرّد تسليم بنك الإيداع للأسهم.

٦- أسواق الأسهم العالميّة

هدف التعلّم

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

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

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

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

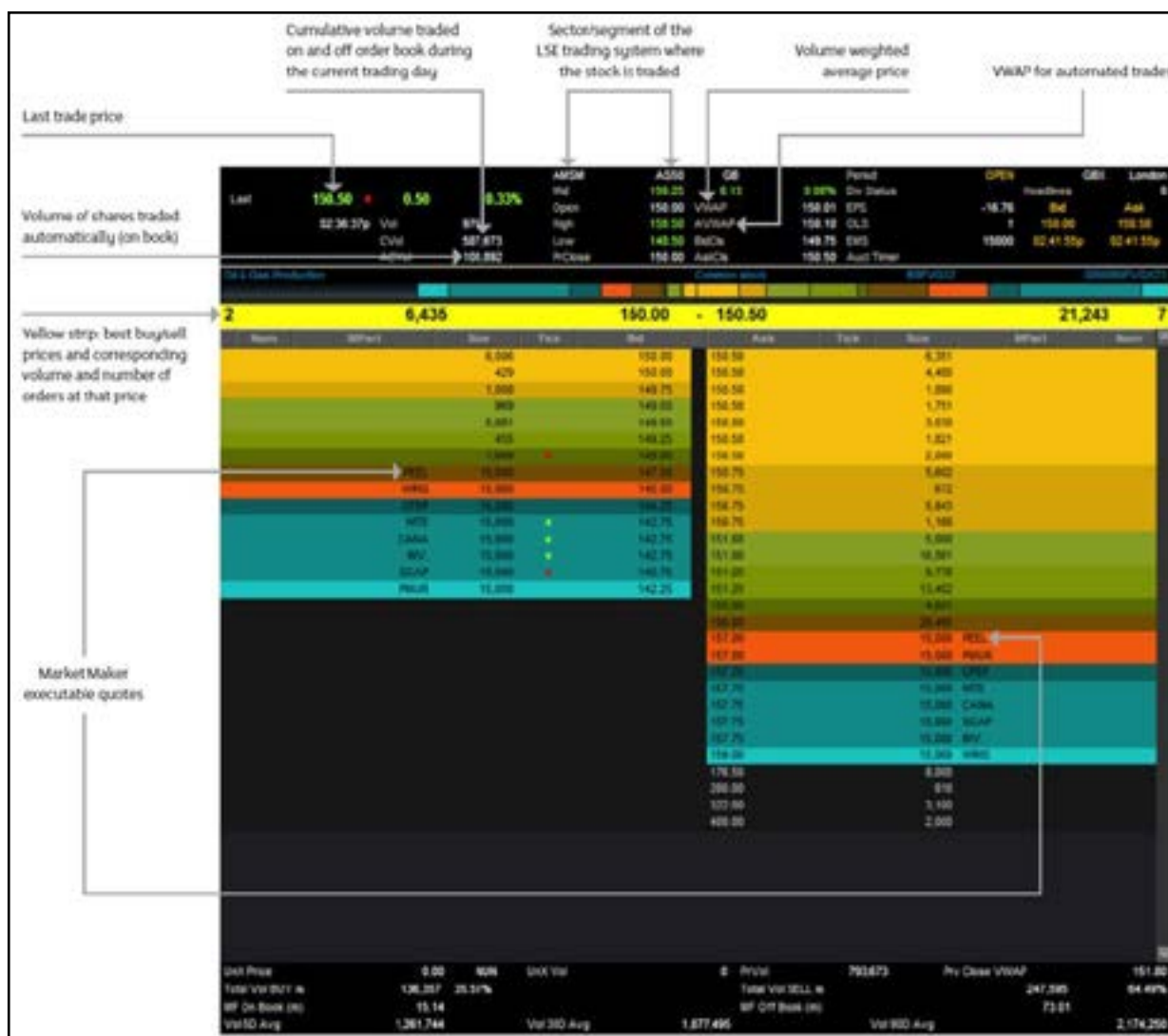
<ul style="list-style-type: none"> • تعتمد منصات التداول المحكومة بالتسعير على صانعي السوق لتحديد السعر الثنائي/المزدوج أو أسعار البيع والشراء بصورة متواصلة أثناء ساعات التداول في أوراق مالية معينة، بغضّ النظر عن الظروف السائدة في السوق. ويُحقّق صناع السوق الربح أو العائد عن طريق هذا الفارق بين سعر البيع وسعر الشراء (هامش الربح). • يفضّل كثير من العاملين في الأسواق المالية هذه الأنظمة على استخدام الأنظمة الإلكترونيّة التي يحركها العرض والطلب، لأنهم يرون أنها توفّر سيولة للسوق ما كانت لتتوفر لها لولا ذلك. • تُعدّ بورصة ناسداك (NASDAQ) مثالاً على منصات التداول التي يحركها التسعير. 	<p>الأسواق المحكومة بالتسعير (quote-driven markets)</p>
<ul style="list-style-type: none"> • السوق المحكومة بالعرض والطلب سوقٌ تستخدم إما سجل أوامر إلكترونيّاً، مثل نظام خدمة التداول الإلكتروني في بورصة لندن (SETS)؛ أو عملية مزاد علنيّ كما في منصة التداول في بورصة نيويورك، وذلك للمطابقة بين البائعين والمشتريين. • في كلتا الحالتين، تحصل المطابقة بين البائعين والمشتريين وفق ترتيبٍ زمنيّ صارم بحسب السعر وكمية الأسهم المُتداولة، من دون الحاجة إلى صناع السوق. 	<p>الأسواق المحكومة بالعرض والطلب (order-driven markets)</p>

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

- في الأنظمة المحكومة بالعرض والطلب، تُدخِل الشركات الأعضاء في البورصة (مثل المصارف الاستثمارية والوسطاء) أوامر البيع أو الشراء عبر منصات التداول الإلكترونيّة. 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 فيه.
- أما الراغب في التنفيذ الفوري للأوامر، فيتاجر مع أفضل صفقة متاحة في قائمة المشتريين (إذا كان يرغب في البيع) أو في قائمة البائعين (إذا رغب في الشراء).

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



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

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

تحدد الأولوية في قائمتي البيع أو الشراء على أساس السعر ثم الزمن. وتالياً، بالنسبة للأوامر المُسَعَّرَة 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 يُفسَّر موقعه أعلى القائمة. وينطبق المبدأ ذاته أيضاً على الأوامر المُشار إليها بالرقم (٢) في الجدول، فمن المفترض أن أمر بيع ١,٩٨٤ سهم قد وُضع قبل أمر بيع ٧٥,٣٩٧ سهم.

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

بالإضافة 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-the counter أو off-exchange). 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

هدف التعلّم

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

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

صُمِّمت مؤشرات أسواق الأسهم في بادئ الأمر لتعطي انطباعاً عاماً فحسب عن شعور المستثمرين في السوق، ما يعني أنها لم تُصمّم 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 نمو المنتجات المرتبطة بالمؤشرات، وبذلك أصبحت عملية تشكيلها تتمتع بدرجة أكبر من الشفافية.

وتُستخدم معظم مؤشرات أسواق الأسهم للأغراض الأربعة الآتية:

- تعمل بمنزلة مقياسٍ لأداء السوق: تقدّم معظم المؤشرات سجلاً متكاملًا عن حركة أسعار الأسهم، ما يسهّل تقييم اتجاهات السوق المستقبلية. فعند تمثيل تحركات الأسعار هذه في رسوم بيانية، قد تكتسب أهمية خاصة لدى المحللين الفنيين والمستثمرين الذين يتبعون استراتيجية الاستثمار في الاتجاه السائد في السوق؛ إذ تساعد 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 كأساس 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 معرفة السوق التي يتعقبها المؤشر، من المهم فهم كيفية حساب المؤشر. فالمؤشرات التي نشأت أولاً- مثل مؤشر داو جونز الصناعي- مُرّجة بالسعر، أي لا يُحتسب سوى سعر كل سهم من مكونات المؤشر عند حساب المؤشر. وهذا يعني أن الحجم النسبي للشركات المُكوّنة للمؤشر لا يُراعى عند حسابه، وأن حركة سعر أحد الأسهم يمكن أن تؤثر بشكلٍ غير متناسب مع حجمه في الأداء العام للمؤشر.

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

ومن الأساليب البديلة لحساب المؤشر "منهجية التوزيع المتساوي"، حيث يُفترض وجود استثمار متساوٍ في كل سهم في المؤشر. وهذا يعني أن أي ارتفاع أو انخفاض في نسبة سعر سهم أي من الشركات المكونة للمؤشر سيكون له تأثير متساوٍ على قيمة المؤشر.

وهناك الآن أكثر من ٣,٠٠٠ مؤشر للأسهم حول العالم يغطي بعضها سوقاً واحدة، 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 500/S&P500) - يوفّر المؤشر مقياساً شامل لسوق الأسهم في الولايات المتحدة	القيمة السوقية
أوروبا	المملكة المتحدة	مؤشر فوتسي ١٠٠ (FTSE 100) - وهو مؤشر لأكبر ١٠٠ شركة	القيمة السوقية
	فرنسا	مؤشر كاك ٤٠ (CAC 40) - 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

القيمة السوقية	مؤشر بورصة شنغهاي شنزن المركب (SSE) - يعكس الاداء الشامل للشركات المدرجة في بورصة شنغهاي وتشمل الأسهم المدرجة في بورصة ناسداك الصيني لشركات التكنولوجيا	الصين	آسيا والمحيط الهادئ
القيمة السوقية	مؤشر بورصة شنغهاي شنزن (CSI300) - يعكس أداء أكبر ٣٠٠ سهم من الأسهم A المدرجة في بورصتي شنغهاي شنزن.		
القيمة السوقية	مؤشر هانغ سنغ (Hang Seng) - يمثل مقياساً لأكبر الشركات التي تتداول في بورصة هونغ كونغ، ويغطي ما يقرب من ٦٥٪ من إجمالي رأس مالها السوقي.	هونغ كونغ	
المرجحة بالسعر	مؤشر نيكاي ٢٢٥ (Nikkei225) - يشمل أفضل ٢٢٥ شركة يابانية مدرجة في القسم الأول من بورصة طوكيو للأوراق المالية.	اليابان	

٨- أنظمة التسوية

هدف التعلّم

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

٨-١ طرق امتلاك الأسهم

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

لا بد من توفر 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 كل 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 تسلّم هذه المستندات، يشطب أمين السجل اسم البائع في السجل ويضيف اسم المشتري. ومن ثم يُصدر أمين السجل وثيقة جديدة باسم المشتري. وجرى العادة أن يشار إلى هذه العملية باسم "التسوية الموثقة" لأن استكمال الصفقة كان يتطلب إصدار سند ملكية جديد. إن هذا النمط من التسوية معقد وغير فاعل، وقد اتجهت معظم الأسواق اليوم نحو الاحتفاظ بسجلات الملكية لدى جهة مركزية وحيدة لإيداع الأوراق المالية وحفظها، مع إجراء نقل الملكية إلكترونياً. ويقال إن الأسهم في هذه الحالة مسجلة بقيود رقمية (dematerialised).

٢-٨ المقاصة والأطراف النظرية المركزية

المقاصة هي عملية يجري عبرها تحديد التزامات كلٍّ من المشتري والبائع في صفقة، مع المصادقة عليها قانونياً ورسمياً. وبعبارة بسيطة، يحدّد هذا الإجراء ما الذي يتوقع كلٌّ من الطرفين المشاركين في الصفقة الحصول عليه عند تسويتها. ويحدد أيضاً الالتزامات التي ينبغي على كلٍّ 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 كلٍّ من الوسطاء وأمناء الحفظ ومراكز الإيداع والحفظ المركزية (Central Securities Depository CSD).
- إدارة الهامش وطلبات تغطية الهامش. (يتعلّق 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 من دون وسيط – تُعرف هذه العملية باسم التسوية الثنائية الأطراف. وفي هذه الحالة، يكون كلا الطرفين معرّضاً لمخاطر ائتمان مباشرة ناتجة عن احتمال تخلف الطرف الآخر الذي يتداول معه عن الدفع. ومن ثم، يتحمّل كلاهما مسؤولية مباشرة في العادة عن أيّ 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 إلى كلٍّ بائع وبصفة بائع بالنسبة لكلٍّ مشترٍ. وبالنتيجة، يتعامل البائع والمشتري مع الطرف النظير المركزي، وبظل كلٍّ 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 النظرية المركزية (CCPs) عند التداول في مجموعة واسعة من المنتجات المالية. وفي حين أن هذا لا يلغي نهائياً مخاطر تخلف المؤسسات عن الوفاء بالتزاماتها، فإنه يُؤدّي إلى مشاركة هذه المخاطر بين جميع الأطراف المعنية، ويُسهّل أيضاً مراقبة هذه المخاطر وإخضاعها للقوانين التنظيمية تدريجياً. فالأدوات الرقابية التي يستخدمها أيُّ طرف نظير مركزي لمراقبة المخاطر تُوفّر فعلياً نظاماً 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.

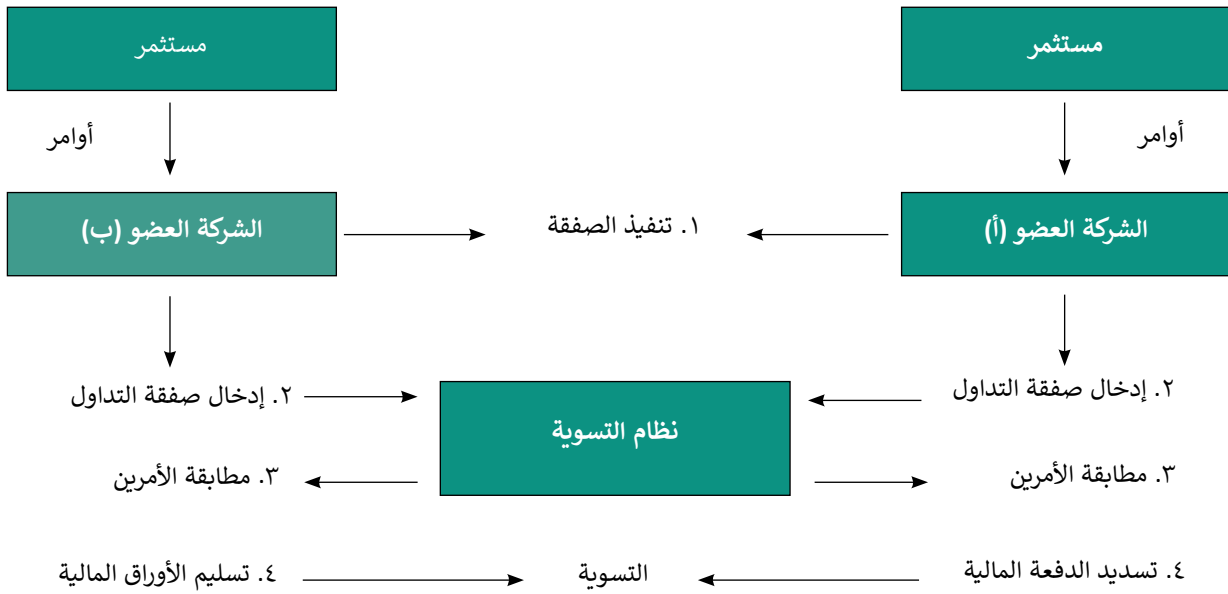
أصبحت خدمات الطرف النظير المركزي متوفرةً اليوم في سلسلة من الأسواق بهدف تخفيف التعرض لهذه المخاطر. فعلى سبيل المثال، تُوفّر مجموعة إل سي إتش كليرنت للمقاصة (LCH.Clearnet) خدمات الطرف النظير المركزي في المملكة المتحدة، فيما تُوفّر بورصة يورونكست (Euronext) الخدمات نفسها للأسواق الأوروبية التي تتداول في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

٣-٨ التسوية

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

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

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



١. يضع المستثمرون أوامر البيع أو الشراء لدى وسيط عضو في سوق الأسهم، ويقوم هذا الوسيط بتنفيذ الأمر باستخدام نظام التداول الخاص بالبورصة.
٢. حالما يتم تنفيذ الصفقة، يُدخل الوسيط تفاصيلها في نظام التسوية، أو تُرسل هذه التفاصيل تلقائياً من نظام التداول.
٣. يتحقق نظام التسوية من التوافق بين أمري التداول. فإذا توافق الأمران، تجري مطابقتها معاً وتصبح الصفقة جاهزة للتسوية في يوم التسوية المحدد.
٤. بحلول يوم التسوية المحدد، تُودع عوائد عملية التداول في حساب البائع وتُسلم الأوراق المالية إلى المشتري.

تحصل عملية التسوية متى تمت المطابقة بين أوامر التداول وبحلول تاريخ التسوية المحدد، بشرط أن يملك البائع السهم ويملك المشتري النقود لدفع ثمنه. ويُعد تاريخ التسوية جزءاً من دورة تسوية تأخذ شكلاً موحداً لكل سوق. ففي أسواق الأسهم الأوروبية مثلاً، تُسوى عمليات التداول خلال يومي عمل من تاريخ تنفيذ الصفقة (T+2)؛ فإذا نُفذت الصفقة يوم الاثنين مثلاً، تجري تسويتها بحلول يوم الأربعاء. وكما أشرنا سابقاً، بدأت أسواق مختلفة في الانتقال إلى تسوية T+1 (بما في ذلك الولايات المتحدة)، وفي وقت كتابة هذا التقرير (ديسمبر/كانون الأول ٢٠٢٤)، يجري الاتحاد الأوروبي حالياً مشاورات للقيام بالمثل.

أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحة الأجوبة بالعودة إلى القسم ذي الصلة:

١. ما خصائص الأسهم الممتازة المُجمَّعة للأرباح؟
مرجع الإجابة: القسم ١-٣
٢. ما المصطلح الذي يُستخدم لوصف قيام أحد حملة الأسهم بتعيين شخصٍ آخر للتصويت نيابةً عنه في جمعية الشركة؟
مرجع الإجابة: القسمان ١-٤-٥ و ٣-٣
٣. ما الخيارات المُتاحة لأحد المستثمرين في شركة عند إصدارها حقوق الأولوية؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-٢-١
٤. ماذا تسمي قرار مجلس الإدارة الذي يحصل بموجبه المستثمر على أسهم إضافية من دون تسديد أي دفعة مالية؟
مرجع الإجابة: القسمان ٣-٢-٣ و ٣-٢-٤
٥. ما هي مزايا الشركة وعيوبها في الحصول على إدراج في البورصة؟
مرجع الإجابة: القسم ٤-١
٦. ما هي إيصالات الإيداع الأمريكية ADR ولأي غرض صممت في الأصل؟
مرجع الإجابة: القسم ٥
٧. ما السمة الرئيسة لنظام التداول المحكوم بالعرض والطلب؟
مرجع الإجابة: القسم ٦
٨. ما وظيفة مؤشر سوق الأوراق المالية؟
مرجع الإجابة: القسم ٧
٩. بأي سوق يرتبط مؤشر كاك ٤٠ (CAC40)؟
مرجع الإجابة: القسم ٧
١٠. ما المقصود بالتسليم مُقابل الدفع (DvP)؟
مرجع الإجابة: القسم ٨-٣

الفصل الرابع

السندات

٧١	١. مقدمة
٧١	٢. خصائص السندات
٧٧	٣. السندات الحكومية
٨٠	٤. السندات التجارية
٨٤	٥. الأوراق المالية المضمونة بالأصول
٨٦	٦. السندات الدولية
٨٨	٧. عوائد السندات

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

١- مُقدِّمة

في الفصل السابق، لاحظنا أن الشركات يمكنها جمع رأس المال إما عن طريق إصدار الأسهم أو عن طريق الاقتراض. على الرغم من أن السندات لا تجذب اهتمام وسائل الإعلام كما هي الحال مع الأسهم، إلا أن سوق السندات هي الأضخم بين السوقيين من حيث قيمة الاستثمارات العالمية.

تنقسم 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

هدف التعلّم

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

السند هو، بكل بساطة، شكل من أشكال الديون المقترضة، حيث تقترض شركة أو حكومة من مقرضين في السوق.

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.

يشترى 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). يمكن الإشارة إلى السندات على أنها أسهم قرض (على الرغم من أنها تختلف عن القروض)، أو سندات الدين (سندات غير مضمونة)، أو (في حال تلك التي تدفع دخلاً ثابتاً) أوراق مالية ذات فائدة ثابتة.

وتتميز السندات من 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. على الرغم من وجود مجموعةٍ متنوعةٍ من الأوراق المالية المصدرة بسعر فائدة ثابت، فإنها تتشارك جميعاً بخصائص مشتركة يُمكن الاطلاع عليها في المثال الآتي عن أحد السندات الحكومية الأمريكية - ١,٨٧٥٪ سندات خزينة في عام ٢٠٤١.



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

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

في ما يأتي شرحٌ للمصطلحات المُستخدمة في الجدول:

- القيمة الاسمية:** قيمة السندات المُشترَاة، ويجب عدم الخلط بينها وبين المبلغ المُستثمر 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" (Par Value أو Face Value).
- نوع السند:** الاسم الذي يُعطى للتعريف عن نوع الورقة المالية والجهة المُقتَرِضة، وهي الحكومة الأمريكية في هذه الحالة. وسنرى لاحقاً أن مصطلح "سند الخزينة" يشير إلى السندات الحكومية التي تصدر عن الحكومة الأمريكية بآجال طويلة نسبياً. لكن هذا المصطلح يُستخدم أيضاً لوصف السندات الصادرة عن عدّة حكومات أخرى.
- سعر الفائدة (القسيمة):** الفائدة التي تُدفع سنوياً على السند، ويُعبّر عنها بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند. تُسَدّد الجهة المصدرة للسند الفائدة إلى حامل السند. وتُسعر السندات بسعر فائدة إجمالي (يشمل الضريبة) وتُسَدّد المبلغ عادةً على دفعتين مُتساويتين كل ستة أشهر. وتُحسب الفائدة السنوية عن طريق ناتج ضرب القيمة الاسمية للسند في الفائدة. وفي هذه الحالة، نضرب ١٠,٠٠٠ دولار في ١,٨٧٥٪.
- تاريخ الاسترداد:** التاريخ الذي تنتهي فيه صلاحية الإصدار ويقوم المُقتَرِض بإعادة سداد المبلغ المُقتَرِض لجهة الإقراض. ويجري سداد أصل القرض بالتزامن مع سداد دفعة الفائدة الأخيرة. وتُسَدّد إلى حامل السند مبلغ يعادل القيمة الاسمية للسند، أي ١٠,٠٠٠ دولار أمريكي في مثالنا هنا. ويُعرف تاريخ الاسترداد أيضاً باسم "تاريخ الاستحقاق".
- السعر:** يمكن تداول هذا السند بحرية في أي 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، تُحدّد 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 تتغير فعلاً).
- القيمة:** تُحسب قيمة السند بضرب القيمة الاسمية للسند بالسعر الحالي (تحديد السعر لكل ١٠٠ دولار أمريكي من القيمة الاسمية للسند)، وبالتالي فإن قيمة الحيازة في السوق تبلغ ٩,٦١٨ دولاراً أمريكياً - أي القيمة الاسمية لمبلغ ١٠,٠٠٠ دولار مضروباً في السعر الذي يساوي ٩٦,١٨ دولاراً.

٢-٢ مزايا الاستثمار في السندات وعيوبه والمخاطر المرتبطة به

هدف التعلّم

١٤-٤ معرفة مزايا الاستثمار في مختلف أنواع السندات وعيوبه المحتملة

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

٢-٢-١ المزايا

من أهم مزايا الاستثمار في السندات:

- تدقق مُنتظم ومضمون للدخل في حال السندات ذات العائد الثابت.
- تاريخ استحقاق ثابت بالنسبة إلى معظم السندات (غير أن بعض السندات ليس لها تاريخ استرداد محدد وبعضها الآخر يمكن أن تُسدد في واحدٍ من تاريخين محددين أو في المدة الواقعة بينهما- وذلك بناءً على رغبة المستثمر في بعض الأحيان أو الجهة المُصدرة في أحيان أخرى).
- مجموعة متنوعة من عوائد الدخل التي تُلائم مجموعة واسعة من الاستثمارات والقوانين الضريبية المختلفة.
- ضمان رأس المال نسبياً عند الاستثمار في السندات المُصنّفة تصنيفاً ائتمانياً عالياً.

٢-٢-٢ العيوب

تتمثل العيوب الرئيسية للاستثمار في السندات في ما يأتي:

- تتأثر القيمة الحقيقية لتدفقات الدخل سلباً بالتضخم (إلا في حالة السندات المرتبطة بالمؤشرات انظر القسم ١-٣ أدناه).
- هناك مخاطر متعلقة بالاستثمار في السندات (راجع القسم ٢-٢-٣).

٢-٢-٣ المخاطر

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

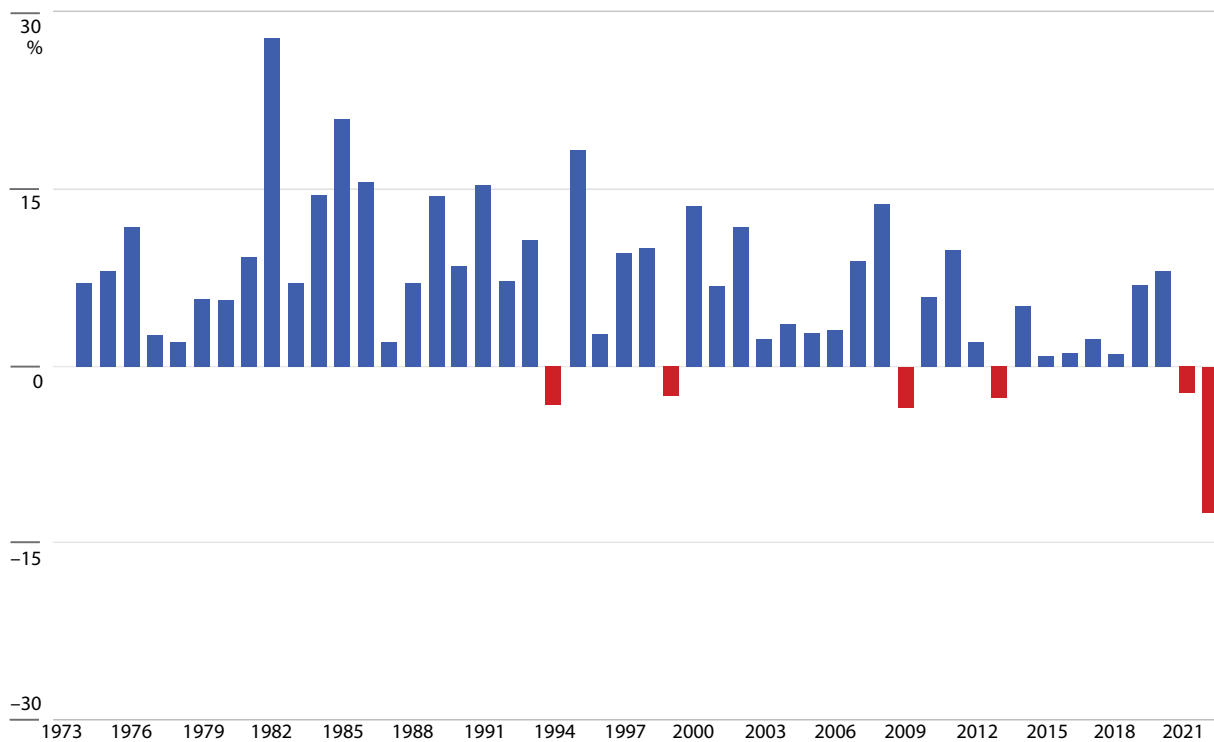
تحمل السندات عموماً مخاطر التخلف عن السداد أو مخاطر التعثر (إذ قد تتوقف الشركة المُصدرة للسند عن مواولة نشاطها التجاري أو قد تُعلن إفلاسها و/أو أنها لن تسدد رأس المال بحلول تاريخ الاستحقاق) إلى جانب مخاطر تغيّر السعر.

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

لكن الاضطراب الذي وقع مؤخراً في أسواق السندات الحكومية، عقب الأزمة المالية الأخيرة، نجم عن مخاوف من احتمال تعثر بعض الحكومات الأوروبية وتخلفها عن الوفاء بالتزاماتها سواء بسداد قيمة أصل السندات التي أصدرتها أو عوائدها. ونتيجةً لذلك، انخفضت أسعار سندات هذه الدول بشكل ملحوظ. ومؤخراً، شكلت التحركات الصعودية في أسعار الفائدة خلال الفترة بين العامين ٢٠٢١ و٢٠٢٣ نهاية الأداء المستدام للسندات الذي شهدته منذ التسعينيات، ولا تزال مخاطر أسعار الفائدة مصدر قلق، إذ سيتعين على الأسعار التكيف مع بيئة جديدة من ارتفاع التضخم وأسعار الفائدة.

تحظى 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. ويتجلى ذلك في ما حدث لأسواق السندات في العامين ٢٠٢١ و٢٠٢٢. فمنذ العام ١٩٧٤، شهد مؤشر بلومبرج الأمريكي المجمع للسندات عامين تقويميين متتاليين من العوائد السلبية لأول مرة. وقبل العام ٢٠٢١، لم يشهد المؤشر عوائد سلبية سوى أربع مرات إجمالاً خلال ٤٦ عامًا منذ انطلاقه. وأشارت "مورنينج ستار" إلى أن عام ٢٠٢٢ كان أول عام تقويمي على الإطلاق "يُسجّل عائداً سنوياً سلبياً لمدة خمس سنوات.

مؤشر بلومبرغ المجمع للسندات (العوائد السنوية)



المصدر: بلومبرغ، مورنغ ستار دايركت، بيانات ٢٠ مارس، ٢٠٢٣

مؤشر بلومبرغ المجمع للسندات (عوائد متحركة لخمس سنوات)



المصدر: بلومبرغ، مورنغ ستار دايركت، بيانات ٢٠ مارس، ٢٠٢٣

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 الحال؟

ستنخفض 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 الحال؟

سوف ترتفع قيمة السند ارتفاعاً كبيراً لأنَّ سعر الفائدة البالغ ٥٪ يُعَدُّ 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 علاقةٍ عكسية بين معدلات الفائدة في السوق وأسعار السندات:

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

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

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

- **مخاطر الاسترداد المُبكر للسند:** احتمال أن تمارس الجهة المُصدرة حقّها في استرداد السند قبل موعد استحقاقه (إذا كان السند قابلاً للاسترداد المُبكر (راجع القسم 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 الحقيقية لسعر فائدة (قسمة) السند ودفعة الاستحقاق النهائية.
- **مخاطر التسييل:** يُقصد بالتسييل مدى سهولة تحويل الورقة المالية إلى نقد، حيث يكون بيع بعض السندات بسعرٍ مقبول في السوق أكثر سهولة من غيرها.
- **مخاطر تغيير سعر الصرف:** السندات المُسجّرة بعملة مختلفة عن العملة المحليّة لبلد المُستثمر تكون معرّضةً لمخاطر تقلّب أسعار الصرف.

٣-٢ وكالات التصنيف الائتماني

هدف التعلّم

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

يمكن تقييم مخاطر الائتمان، أي احتمال تخلف الجهة المُصدرة للسند عن سداد التزاماتها المالية، ومقدار الخسائر التاجمة 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				
وكالة فيتش	ستاندرد آند بورز	موديز	مخاطر الائتمان	
الدرجة الاستثمارية				
AAA	AAA	Aaa	المتمازة	
AA	AA	Aa	ذات الجودة العالية	
A	A	A	قويّة جداً	الدرجة فوق المتوسطة
BBB	BBB	Baa	قويّة	الدرجة المتوسطة
الدرجة غير الاستثمارية				
BB	BB	Ba	الدرجة دون المتوسطة	مخاطرة نسبية
B	B	B	الدرجة المنخفضة	مخاطرة عالية
CCC	CCC	Caa	الدرجة الرديئة	قد تتخلف عن السداد
CC	CC	C	الأعلى مخاطرة	
C	D	C	لم تُسدّد أي فائدة ولم تعلن الإفلاس بعد	
D	D	C	مُتعثّرة ماليّاً (مُتخلّفة عن الدفع)	

تزيد وكالتا ستاندرد آند بورز وفيتش تصنيفاتهما الائتمانية تفصيلاً عن طريق إضافة إشارة موجب (+) أو سالب (-) إلى تصنيفاتهما الائتمانية للدلالة على الوضع النسبيّ 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. وهذه الأخيرة وتُدعى السندات من الدرجة غير الاستثمارية أو قد يُشار إليها

بالسندات العالية المخاطر، والسندات ذات العوائد المرتفعة أو السندات الرديئة "Junk Bonds"، للأسوأ من بينها. وتُوفّر السندات من الدرجة الاستثمارية للمستثمر مقداراً عالياً من السيولة والليقين 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 المنظمات، 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، فيما أن يرتفع تصنيف السند أو ينخفض، وهذا يُؤثر على سعره.

٣- السندات الحكومية

هدف التعلّم

١-٢-٤ معرفة السندات الحكومية وخصائصها: الأنواع؛ الولايات المتحدة الأمريكية؛ المملكة المتحدة؛ الصين؛ فرنسا؛ ألمانيا؛ اليابان

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.

تُعدّ الحكومات الأوروبية من كبار المقترضين، ما يجعل حجم إصداراتها من السندات الحكومية كبيراً للغاية، ويمثّل جزءاً رئيساً من المحفظة الاستثمارية لكثير من المؤسسات الاستثمارية (مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين).

تقدّم الأقسام الآتية مراجعة موجزة لبعض مزايا أسواق السندات الحكومية الأكثر تداولاً.

١-٣ الولايات المتحدة

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

- **أذونات الخزينة (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 الأذون بأجل 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. وعضواً عن ذلك، فإنها تُصدّر بخصم على قيمتها الاسمية. وبمجرد صدورهما، فإنها تُتداول في الأسواق الثانوية وتُسعر على أساس نسبة العائد حتى الاستحقاق.
- **سندات الخزينة 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 تُصدّر بأجل استحقاق يمتد إلى عامين أو خمسة أعوام أو عشرة أعوام.
- **سندات الخزينة الطويلة الأجل (Treasury Bonds):** سندات حكومية تقليدية أيضاً، لكنّ أجل استحقاقها يزيد على عشرة أعوام منذ تاريخ إصدارها، ويصدر معظمها بأجل استحقاق تتراوح بين ٢٠ و ٣٠ عامًا.
- **سندات الخزينة المحمّية 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. وتُسدد دفعات الفائدة على السند كل ستة 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 الفوائد أو القسائم المنفصل عن أصل السند) استناداً إلى العناصر المفصولة لكل من سندات الخزينة المتوسطة والطويلة الأجل وتلك المحمية من التضخم، حيث يُقسّم السند إلى التدفقات النقدية المكونة له- أي كل دفعة من دفعات الفائدة بالإضافة إلى أصل السند. ومن ثم يُتداول كلٌّ منها على أنه سند بفائدة صفرية (ZCB).

تجري تسوية سندات الخزينة 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 المذهّبة "Gilts". فيما مضى، حين كانت السندات تصدر على شكل شهادات ورقية، كانت لشهادات هذه السندات حواف مذهّبة؛ ومن هنا فإنها تُعرف بالسندات "المذهّبة" أو "السندات ذات الحواف الذهبية". وتصدر السندات البريطانية باسم الحكومة عن طريق مكتب إدارة الديون (Debt Management Office).

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

أما النوع الرئيس الآخر للسندات البريطانية فهي السندات المرتبطة بالمؤشرات. وهي سندات يرتفع فيها كلٌّ من سعر الفائدة ودفعة الاستحقاق تماثلياً مع التقلبات في مؤشر أسعار التجزئة (RPI). وهذا النوع من السندات يشبه سندات الخزينة الأمريكية المحميّة من التضخم.

إلى 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.

في عام ٢٠٠٥، أصدر مكتب إدارة الديون، للمرة الأولى منذ تأسيسه، سندات حكومية جديدة بتواريخ استحقاق بلغت ٥٠ عاماً من تاريخ إصدار السند. وعلى الرغم من أنّ هذه السندات تقع ضمن فئة ١٥ عاماً وما فوق، كثيراً ما يُشار إليها بالسندات البريطانية المضمونة "الطويلة الأجل جداً". تجري 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 رئيسة للسندات الحكومية الألمانية، وهي: السندات الحكومية الطويلة الأجل (Bunds) وأذونات الخزينة (Schatz) والسندات الاتّحادية (Bobs)، حيث تُصدر أذونات الخزينة الألمانية بأجال تبلغ عامين، بينما تُصدر السندات الاتّحادية بأجال استحقاق مدتها خمسة أعوام.

وتصدّر السندات الحكومية الألمانية الطويلة الأجل عادةً بآجال استحقاق تتراوح بين ثمانية أعوام وثلاثين عاماً، لكن أجل استحقاقها الأكثر شيوعاً يبلغ عشر سنوات. ويُعدّ سوق هذه السندات الحكومية ضخماً نسبياً وعالي السيولة. كما يُنظر إلى عوائدها على أنّها المعيار المرجعي للحكم على عوائد السندات الأوروبية الأخرى. وتحصل 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.

٤-٣ 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 بعد الولايات المتحدة.

- السندات الحكومية السيادية تصدرها وزارة المالية وتكون لها آجال استحقاق تتراوح عادة بين ثلاثة أشهر و ٥٠ عاماً.
- السندات المصرفية السياسية هي سندات شبه سيادية صادرة عن بنك التنمية الصيني، وبنك التنمية الزراعية الصيني، وبنك التصدير والاستيراد الصيني. وفي العادة تكون لها آجال استحقاق تتراوح بين ستة أشهر و ٥٠ عاماً وتحمل عوائد أعلى قليلاً من السندات الحكومية.
- القطاع الرئيس 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.

٥-٣ اليابان

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

تُصنّف السندات الحكومية اليابانية في ستّ فئات:

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

يبلغ أجل استحقاق السندات الحكومية اليابانية القصيرة الأجل إما ستّة أشهر أو عاماً واحداً، وتصدّر على هيئة سندات صفرية (بدون فائدة)؛ أي تصدر بخصم على قيمتها الاسمية، ولا تُدفع عليها أيّ فوائد وتُدفع بقيمتها الاسمية عند الاستحقاق. وتتوفر السندات الحكومية اليابانية الأخرى بآجال استحقاق متنوعة. ويمكن تلخيص آجال استحقاق السندات التي تحمل فائدة (قسيمة)، وتُدفع عليها الفوائد كل ستة أشهر مع سداد أصل السند عند الاستحقاق، على النحو الآتي:

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

وتعمل السندات المرتبطة بمؤشرات التضخم بطريقة مشابهة لسندات الخزينة الأمريكية المحميّة 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، لكنّه يُحتسب على أساس أصل السند المعدّل بحسب التضخم. لا تُدرج جميع السندات في البورصة، وتُجرى 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

تصدّر السندات الحكومية عادةً عن طريق وكالاتٍ 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 تنافسيّة. وغالباً ما يتقدّم هؤلاء بعروض للحصول على إصداراتٍ 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" (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.

أما الجهات المُصدرة للسندات الحكومية الواردة أعلاه فهي:

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

٤- السندات التجارية

هدف التعلّم

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؛ السندات الهجينة (القابلة للتحويل/السندات الممتازة)؛ والسندات ذات معدل الفائدة المتغير والسندات متوسطة الأجل.

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

يُستخدَم هذا المصطلح للإشارة إلى أدوات الدين الطويلة الأجل التي يزيد أجل استحقاقها على ١٢ شهراً. أما مصطلح الأوراق التجارية، فيُستخدَم لوصف الأدوات ذات آجال الاستحقاق الأقصر (راجع الفصل الخامس، القسم ٢). وتجدر الإشارة إلى أن الشركات ذات التصنيفات الائتمانية المرتفعة وحدها فقط تستطيع إصدار سندات بأجال استحقاق تتجاوز ١٠ سنوات بتكلفةٍ معقولة. تُدرج معظم السندات التجارية في أسواق الأوراق المالية، لكن معظم عمليات التداول في الدول المتطورة تجري خارج الأسواق الرسمية- أي مباشرة بين الأطراف المعنية.

١-٤ خصائص السندات التجارية

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

- الضمان
- شروط الاسترداد.

١-١-٤ ضمان السند

حين تسعى شركة ما إلى الحصول على المال بواسطة إصدار السندات، ينبغي عليها توفير نوع من "الضمان" للمستثمر بحيث يضمن استرداد ثمن السند. ويشير مصطلح "ضمان" هنا إلى حق الحجز على أصول الجهة 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، تالياً، إن استثماراتهم أكثر أماناً في ظل وجود الضمان). وقد يأخذ الضمان في بعض الحالات هيئة ضماناتٍ من طرف ثالث؛ فقد يتعهد أحد المصارف بسداد حقوق حملة السندات في حال تخلف الجهة المُصدرة عن السداد على سبيل المثال.

كلما 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، فيُقصد به تقديم الموجودات العامّة للشركة ضماناً للقرض؛ وقد تشتمل هذه على المبالغ النقدية المُودّعة في المصارف أو الحسابات المدينة أو المخزونات.

٢-١-٤ شروط الاستحقاق أو الاسترداد

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

ويُعدّ شرط الاسترداد جذاباً للجهة المُصدرة لأنه يمنحها خيار إعادة تمويل السند- أي استبداله بسندٍ آخر ذي سعر فائدة أقل- عندما تنخفض أسعار الفائدة إلى مستوى أدنى من سعر الفائدة (القسيمة) الحالي على السند. لكنه، من ناحية أخرى، يُعدّ أحد العيوب التي يواجهها المستثمر. وغالباً ما يدفع هذا الشرط المستثمرين إلى المطالبة بعائد أكبر تعويضاً عن قبولهم بتحمّل هذه المخاطر. وقد تتخذ شروط الاسترداد أنواعاً مُتعدّدة، فقد ينصُّ أحد الشروط على حقّ الجهة المُصدرة في استرداد مبلغ مُحدّد في مواعيد دورية. ويُعرّف ذلك باسم متطلّبات صندوق إطفاء الدين (Sinking fund).

كما قد تتضمّن بعض السندات 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.

٢-٤ فئات السندات التجارية

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

١-٢-٤ السندات المتوسّطة الأجل (MTNs)

السندات المُتوسّطة 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 الرئيس 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.

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

مثال

من الأمثلة على السندات المتوسطة الأجل، السند الصادر عن مجموعة المتاجر الكبرى في المملكة المتحدة "تيسكو". وكجزء من برنامج تمويل أكبر، أصدرت "تيسكو" 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 مثالاً على شرط البيع. فهو ينص على أنه إذا جرت إعادة هيكلة (في هذا المثال، إذا صار 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.

٢-٢-٤ السندات بسعر الفائدة الثابت

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

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

السندات بسعر الفائدة العائم (**Floating Rate Notes**) عبارة عن سندات ذات أسعار فائدة متغيرة. وفي هذا الصدد، فإنها عادةً ما تتعامل بشكل وثيق مع القروض ذات الأسعار المتغيرة نظراً إلى تقلب مبلغ القسيمة بمرور الوقت مع تغير أسعار السوق.

عادةً ما يرتبط سعر الفائدة بسعر معياري، مثل سعر فائدة التمويل الليلي المضمون (SOFR) في الولايات المتحدة ومعدل التمويل الآمن الليلة 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

يشير مصطلح "الورقة المالية الهجينة" (hybrid security)، في السياق المالي، إلى أداة مالية يمكن أن تكون لها خصائص كل من سندات الملكية وسندات الدين. تجمع هذه الأدوات بين عناصر الأسهم والديون، ما يوفر للمستثمرين مزيجاً فريداً من الميزات. وغالباً ما توجد الأوراق المالية الهجينة لتحقيق أهداف تمويلية أو استثمارية محددة ويمكن أن تتخذ أشكالاً شتى. هناك نوعان من الأوراق المالية الهجينة هما السندات القابلة للتحويل والسندات الممتازة.

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

- الاكتفاء باستلام أقساط الفائدة ومن ثم الحصول على أصل السند عند حلول موعد الاستحقاق.
- تحويل السند إلى عددٍ مُحدّد مسبقاً من الأسهم العادية في الشركة المُصدِر، لها موعد مُحدّد أو مجموعةٍ من المواعيد المحدّدة قبل حلول موعد استحقاق السند.

تتمثّل عوامل الجذب للمستثمر في ما يلي:

- 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. وتجدر الإشارة إلى أنه في حال إفلاس الشركة وتعرّثها المالي الشديد، قد لا يتمكن 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 إلى الشركات، فالسندات القابلة للتحويل تُوفّر منفذاً للحصول على التمويل بسعرٍ منخفضٍ نسبياً. كذلك يعرض المستثمرون سعراً أعلى للحصول على هذه السندات نظراً إلى وجود احتمال تحقيق أرباح رأسمالية. لكن ينبغي ألا تتجاهل احتمال أن تتناقص قيمة حصص حملة أسهم الشركة الحاليين في حال قرّر حملة السندات القابلة للتحويل ممارسة حقهم في تحويل سنداتهم إلى أسهم.

السندات المفضّلة "Preferred bonds" أو الممتازة "preferreds" (تُعرفان أكثر ما تُعرفان في المملكة المتحدة والولايات المتحدة)، تجمع هذه السندات الممتازة بين خصائص الأسهم الممتازة والسندات، ومن الممكن أن تُوفّر للمستثمرين عوائد أعلى مما قد يحصلوا عليه في حال استثمروا في سندات الشركة أو أسهمها العادية. كما ذكرنا سابقاً في فصل الأسهم (الفصل ٣)، لا ينبغي الخلط بين هذه السندات والأسهم الممتازة (المملكة المتحدة) أو أسهم الأفضلية (الولايات المتحدة). 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 حق المطالبة بها في السنوات الخمس إلى العشر الأولى من إصدارها. ومن أبرز خصائصها المشتركة مع الأسهم أن المستثمر في السند يتلقّى توزيعات أرباح بدلاً من الفوائد المدفوعة عادةً على أنواع السندات الأخرى. أما بالنسبة إلى هيكل رأس مال المُصدر، فتُصنّف السندات الممتازة في مرتبة أدنى من الديون المضمونة لكنها أعلى من حقوق الملكية.

٤-٢-٥ السندات الصفيرية (بدون فائدة)

السندات الصفيرية 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 الصفيري جذاباً للمستثمرين.

مثال

تخيّل أن إحدى الجهات المُصدرة 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 من دون أي أقساط فائدة.

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

نستنتج من هذا المثال أن السندات الصفيرية تصدر بخصمٍ على القيمة الاسميّة للسند، وتُستردّ بقيمتها الاسميّة عند الاستحقاق. وهكذا يتمثّل 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)

هدف التعلّم

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)؛ والهجين (السندات القابلة للتحويل، والسندات الممتازة)؛ والسندات متوسطة الأجل ذات معدل الفائدة العائم والسندات متوسطة الأجل

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

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

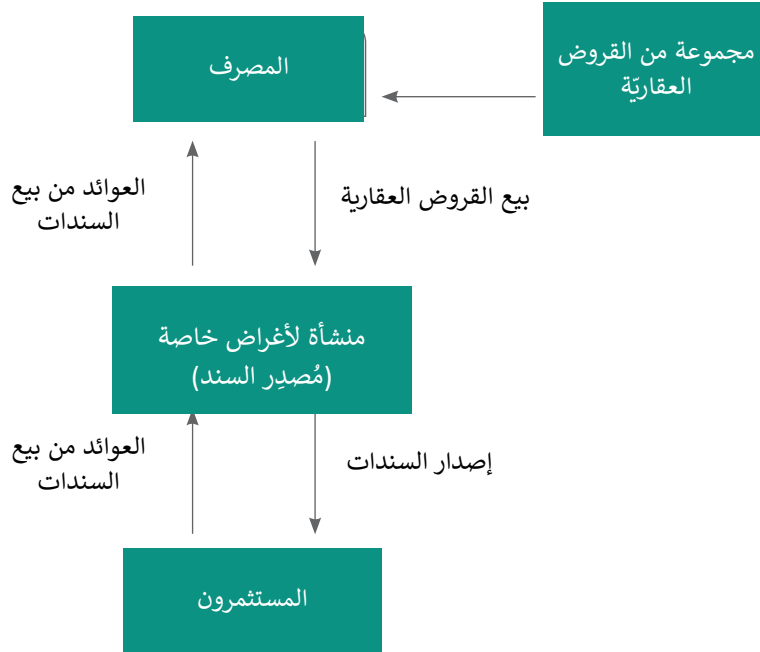
وهذه السندات عبارة عن باقة من الأوراق المالية المُجمّعة معاً (bundled). وتُعرّف بهذا الاسم نظراً إلى أنّها أوراقٌ مالية قابلة للتسويق والتداول تنتج عن جمع باقة من الأصول غير القابلة للتداول في مجموعة واحدة.

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

تنشأ 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 أوراق مالية تُمثّل ملكية مجموعة من القروض العقارية. ونظراً إلى أنها 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 تُمثّل 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.

يمكننا 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 بمصطلح: المنشأة لأغراض خاصة (SPV). وعندها تُصدر هذه الشركة سنداتٍ مضمونة بالقروض العقارية الأصلية، بالإضافة إلى نماذج مُتعددة من طرق التعزيز الائتماني مثل ضمانات من المصرف والتأمين والإفراط في تقديم الضمانات الاحتياطية.

يتلقى المصرف متحصلات البيع، التي يمكنه استخدامها لاحقاً لتمويل قروض أخرى، بينما يتلقى المستثمر سنداً مضموناً بالأصول وبالتعزيزات الائتمانية، ويحصل بموجبه على دفعات فوائد دورية حتى حلول تاريخ استحقاق السند.

يمكننا تلخيص المزايا التي يكسبها المصرف من هذه العملية كالآتي:

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

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

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

قد نتج عن ذلك انهيار أسعار السندات وتكبّد المصارف خسائر فادحة، لأنّ انهيار سوق العقارات أثر في سجلّات الرهون العقارية الخاصة بها وبسبب الضمانات المُقدّمة إلى المنشآت لأغراض خاصّة. وكانت السندات قد بيعت إلى مستثمرين في أنحاء العالم، ممّن تدهورت قيمة ملكيتهم من الأوراق الماليّة تدهوراً حاداً، بما في ذلك الكثير من الأوراق الماليّة التي حظيت بتصنيفات ائتمانية مرتفعة من وكالات التصنيف آنذاك.

٢-٥ السندات المغطّاة (Covered Bonds)

السند المغطّي هو نوع من أنواع السندات المضمونة بالأصول، وهو شائع الاستخدام في أوروبا.

تصدر هذه السندات عن المؤسسات المالية، وهي عبارة عن سندات شركات تكون مدعومة بالتدفقات النقدية لباقيّة من القروض العقارية أو قروض القطاع العام المجمّعة معاً. وقد جاءت تسمية "السند المغطّي" من أنّ باقّة الأصول "توفّر غطاءً" للقروض.

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

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

تشكّل السندات المغطّاة جزءاً مهماً من تمويل أسواق القروض العقارية والقطاع العام في البلدان الإسكندنافية وأوروبا، وتمثّل كذلك مصدراً حيويّاً لتمويل البنوك عن طريق القروض لأجل. ويرى كثيرون أن ازدهار سوق السندات المغطّاة ضروريٌّ لمستقبل القطاع المصرفي الأوروبي وقدرة الأفراد على تمويل القروض السكنية بسعر فائدة معقول.

٦- السندات الدوليّة

هدف التعلّم

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

سنتطرّق في هذا القسم إلى الفئات الرئيسة 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 محليّة في السوق المحلية، كإصدار شركة بريطانية سنداتٍ مقوّمة بالجنيه الإسترليني وبيعها للمستثمرين في المملكة المتّحدة.

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

٢-٦ السندات الخارجية (سندات اليوروبوند Eurobonds)

على الرغم من أن أول إصدار لسندات اليوروبوند كان عام ١٩٦٣، فإن 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 المصدرة للنفط (الأوبك)، التي كانت تأتي بالدولار الأمريكي من مبيعات النفط في الشرق الأوسط في وقت كانت المؤسسات المالية الأمريكية خاضعة لسقفٍ محدد على سعر الفائدة الذي يمكن دفعه على الودائع المقومة بالدولار. ومنذ ذلك الحين، نمت هذه السوق بسرعة كبيرة لتصبح الأكبر على الإطلاق بين أسواق الاستثمار الطويل الأجل في العالم، وذلك بفضل النمو المقابل في التجارة العالمية، بل والنمو الأضخم في تدفقات رؤوس الأموال الدولية، علماً بأن معظم نشاطات هذه السوق تتركز في مدينة لندن.

وسندات اليوروبوند عبارة عن إصداراتٍ كبيرة من السندات الدولية، تصدرها غالباً الحكومات والشركات متعددة الجنسيات بعملةٍ مختلفة عن عملة البلد الذي تصدر فيه.

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

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

وقد نشأ القسم "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. وهذا يعني أنّ مصطلح إصدار سند يوروبوند بالجنيه الإسترليني (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.

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

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

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

تصدر 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

هدف التعلّم

٢-٤-٤ التمكن من حساب عائد السند الثابت

يُعدّ العائد مقياساً للإيرادات التي يكسبها المستثمر في السندات.

يعكس سعر الفائدة (القسمة) مُعدّل الفائدة المُستحقّة السداد على القيمة الاسمية للسند (أو أصل السند). غير أنّ المستثمر قد يدفع مبلغاً مختلفاً لشراء السند. ومن هنا، تبرز الحاجة إلى طريقة لحساب الربح الحقيقي للسند. ويشار إلى هذا الربح، بوصفه نسبة مئوية من سعر التكلفة، بمصطلح "عائد" السند. بينما يشار إلى نسبة الفائدة المدفوعة على السند، بوصفها نسبة مئوية من سعره في السوق، بمصطلح العائد "الثابت" أو "الجاري".

ولحساب العائد الثابت للسند، نقسم سعر الفائدة (القسمة) 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 القسم ٢-١ الذي يتناول سند الخزانة الأمريكية بسعر فائدة (قسمة) نسبته ١,٨٧٥٪ وبتاريخ استحقاق يستدّده السند بقيمته الاسمية في العام ٢٠٤١، والذي يُقدّر سعره حالياً بمبلغ ٩٦,١٨ دولاراً، يكون العائد الثابت على السند:

$$\%١,٩٥ = ١٠٠ \times (٩٦,١٨ \div ١,٨٧٥)$$

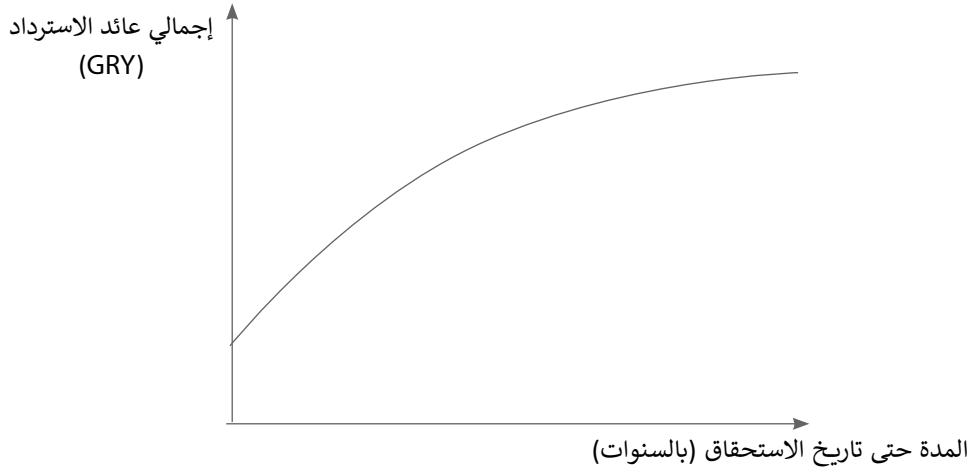
لكن الفائدة المستحقة على السند ليست سوى جزء واحد فقط من إجمالي عوائده؛ فقد يحقّق المستثمر أرباحاً أو خسائر على رأس المال الذي استثمره في حال الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق.

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

يُعدّ "عائد الاستحقاق" بمنزلة 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 متوسطٍ عائِدٍ سنويٍ مرّكب. في المثال أعلاه الذي يتناول سند الخزانة الأمريكية بسعر فائدة نسبته ١,٨٧٥٪ والذي يُقدّر سعره حالياً بمبلغ ٩٦,١٨ دولاراً، سوف يكون عائد الاستحقاق أعلى من العائد الثابت، لأن سعر السوق أقل من قيمته الاسمية. وهكذا فإن المستثمر سيحقق أرباحاً رأسمالية إذا احتفظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق. أما لو كان سعر السند في السوق أعلى من قيمته الاسمية، لأصبح عائد الاستحقاق أقل من العائد الثابت، ولحقّق المستثمر خسارة رأسمالية إذا احتفظ بالسند حتى تاريخ استحقاقه.

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



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

ويُعزى السبب المنطقي وراء ذلك في أنّه كلّما طالت المدة الزمنية لتجميد المستثمر لرأس ماله، ارتفع معدّل الفائدة الذي سيطالب 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 القسم ذي الصلة:

١. اشرح المصطلحات التالية المتعلقة بالسند: القيمة الاسمية، سعر الفائدة (القسمة)، تاريخ الاسترداد والسعر.
مرجع الإجابة: القسم ١-٢
٢. ما هي بعض مزايا الاستثمار في السندات؟
مرجع الإجابة: القسم ١-٢-٢
٣. اشرح "خطر التضخم" في ما يتعلق بالسندات.
مرجع الإجابة: القسم ٣-٢-٢
٤. ما تأثير انخفاض أسعار الفائدة على أسعار السندات؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-٢-٢
٥. ما مدى قيام وكالات التصنيف الائتماني بتعيين التصنيفات الائتمانية للسندات؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-٢
٦. ما الخصائص الرئيسية لأذونات الخزينة؟
مرجع الإجابة: القسم ١-٣
٧. ما وظيفة شرط الاسترداد المرتبط ببعض السندات؟
مرجع الإجابة: القسم ٢-١-٤
٨. ما الخيارات التي يقدمها السند القابل للتحويل إلى أسهم المستثمر؟
مرجع الإجابة: القسم ٤-٢-٤
٩. أي نوع من أنواع السندات لا تُدفع عليه أي فوائد؟
مرجع الإجابة: القسم ٥-٢-٤
١٠. إذا كان لديك سند خزنة بقيمة اسمية قدرها ١,٠٠٠ دولار أمريكي وبسعر فائدة (قسمة) نسبته ١,٥٪ وبتاريخ استحقاق في العام ٢٠٣٠ ومُسعر بمبلغ ١٠١,١٥ دولاراً أمريكياً. احسب عائد السند الثابت.
مرجع الإجابة: القسم ٧

الفصل الخامس

الاستثمارات والأسواق الأخرى

٩٣	١. الودائع النقدية
٩٨	٢. أسواق النقد
١٠١	٣. سوق العملات الأجنبية (الفوركس)
١٠٤	٤. العقارات

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

١. الودائع النقدية

هدف التعلّم

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

بعد النظر في الأسهم والسندات في الفصول السابقة، قد يكون من السهل إغفال أهم فئة أصول - النقد. يركز هذا الفصل على الودائع النقدية، وسوق النقد، وسوق الصرف الأجنبي (FX). وسنختتم الفصل بسوق العقارات.

يتضمّن هذا الفصل شرحاً للودائع النقدية، وسوق النقد، وسوق العقارات، وسوق العملات الأجنبية. وسوف نتطرق 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 الرئيسة الآتية:

- يتكوّن العائدُ من إيرادات الفوائد فحسب، وليس هناك إمكان لنمو رأس المال.
- يُستَرَدُّ 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. هذا ويختلف سعر الفائدة أيضاً بسبب المنافسة، لأن المؤسسات المالية الوداعية ستتنافس بشدة مع بعضها بعضاً لجذب وداائع جديدة.

- 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 محدّدة قد تستمر لعام واحد أو عامين أو حتى ثلاثة أعوام، أو الاتّفاق على مهلة إخطار محددة (مثل ٣٠ يوماً أو ٦٠ يوماً أو ٩٠ يوماً) قبل سحب الوديعة. وفي مقابل تجميد أموال المودعين لمدة زمنية معيّنّة، يطالب هؤلاء بعائد أعلى مقارنةً بما تُقدّمه الحسابات الجارية التي يمكنهم السحب منها فوراً.
- تحقّق حسابات الودائع الجارية عادةً العائد الأقل بين حسابات الودائع المتوفرة بأنواعها المختلفة.
- تحقّق الحسابات الجارية الأمريكية عائداً أقل حتى، وقد لا تحقّق أحياناً أيّ عائد على الإطلاق.

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

حسابات التوفير الإسلامية

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 متفادياً أي استثمار لا يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية. والفرق الرئيس هو أنه لن يحقق أي فائدة. وبدلاً من ذلك، سيدفع البنك حصة من أرباح الاستثمار.

عادةً ما يعلن هذا النوع من الحسابات التي تعمل بهذا المنهج عن معدل ربح متوقّع ونسبة العائد التي يتوقع البنك دفعها؛ ولكن، يعتبر هذا المعدل غير مضمون ويعتمد على الأرباح التي يحققها البنك. لذلك 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.

تتوفر إمكانية الوصول إلى الحسابات المصرفية الإسلامية لأيّ 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 الأسباب الرئيسة للاحتفاظ بالمال على هيئة ودائع نقدية. ويُقصد بالسيولة سهولة وسرعة تحويل الاستثمار إلى نقد لتلبية احتياجات الإنفاق، إذ يحتاج معظم المستثمرين أحياناً إلى التّقد من دون سابق إنذار، ولذلك عليهم التّخطيط للاحتفاظ بجزء من أموالهم على هيئة ودائع نقدية لتلبية الاحتياجات الضرورية والطارئة قبل التفكير في استثمارات أقل سيولة.
- أما السبب الرئيس الآخر للإقدام على الاستثمارات النقدية فهو أنها وسيلةٌ للاّذخار بالإضافة إلى الفوائد المصرفية التي يمكن تحصيلها من هذه الاستثمارات.
- تُضاف إلى ذلك ميزة الأمان النسبي الذي تؤمّنه الاستثمارات النقدية، فهي ليست عُرضةً 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، لذلك لا بد للمستثمر من أخذ مخاطر تخلفها عن السداد بعين الاعتبار.
- يؤدّي التضخّم إلى تناقص القيمة الحقيقية للعائد على الودائع النقدية، وغالباً ما يكون صافي العائد بعد الضريبة سالباً.
- تتفاوت أسعار الفائدة، ما يؤدّي إلى تباين عوائد الودائع النقدية أيضاً.
- خلال الفترات التي تشهد أسعار فائدة منخفضة عالمياً، قد تؤدّي الرسوم المفروضة على الصناديق أو الحسابات في سوق النقد إلى عوائد سلبية أو ثابتة.

على الرغم من أن المصارف ومؤسسات الإذخار جهاتٌ مُرخصٌ لها وتخضع للتنظيم والرقابة، فإن هذه المؤسسات معرّضة للانهايار، كما رأينا في أعقاب الأزمة المالية في العام ٢٠٠٨. لذا تقوم الحكومات عادةً بتوفير الحماية للودائع بواسطة صندوق تعويضاتٍ تضمنه الحكومة. ففي حال انهيار المصرف أو مؤسسة الإذخار، يسدّد هذا الصندوق الأموال المُودعة التي خسرها المودعون حتّى حدٍّ معيّن عادةً. ويُحدّد مقدار المبلغ عموماً بحيث يمثّل حمايةً مناسبة لمعظم صغار المودعين الأفراد، لكنّه لا يفيد 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 يتوفر 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.

٢-١ العملات المشفرة ("كريبتو")

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

فيما يمكننا أن نطلق عليه الأسواق الرقمية، 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 بنك مركزي أو مؤسسة مماثلة. ولعل الأشهر والأكبر 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.

تحدى التوسع السريع لعملة بيتكوين التوقعات المسبقة بشأن الحجم والتأثير المتوقعين لسوق العملات المشفرة. فمنذ إطلاقها في عام ٢٠٠٩، ووصول قيمة بيتكوين إلى دولار واحد فقط في العام ٢٠١١، وصلت بيتكوين إلى أعلى مستوى لها على الإطلاق عند ١٠٣,٦٧٩ دولاراً أمريكياً في ٥ ديسمبر، ٢٠٢٤، قبل أن تتراجع مع توجه المستثمرين نحو صناديق بيتكوين المتداولة في البورصة. وشهدت صناديق بيتكوين المتداولة في البورصة تدفقات صافية بلغت ٦٧٦ مليون دولار أمريكي في ٣ ديسمبر^١، مما يُبرز تجدد اهتمام المستثمرين بسوق العملات المشفرة. وبذلك، تجاوزت القيمة السوقية الإجمالية لبيتكوين تريليوني دولار أمريكي، ورستحت مكانتها كبديل للعملات الورقية التقليدية كوسيلة للتبادل، وشبه أصل يُنافس فئات الأصول التقليدية كالأسهم، ومخزوناً للقيمة يُضاهي بعض السلع كالذهب. يُذكر أن قيمة بيتكوين، البالغة تريليوني دولار أمريكي، تتجاوز إجمالي حجم السندات الحكومية الإسبانية أو البرازيلية، وتُقارب القيمة السوقية لسوق الأسهم البريطانية بأكمله. إلى جانب نجاحها، ساعدت عملة البيتكوين في إنشاء مركز لنظام بيئي متنامي للعملات المشفرة.

وبالمقارنة، تعتبر العملة الورقية هي الشكل الحالي للعملة التقليدية. فعلى مدار العصور، تم استخدام العديد من الأشياء المختلفة كنقود، مثل الذهب والفضة. وفي القرن السادس عشر، بدأ صاغة الذهب في تخزين العملات الذهبية للعملاء وإصدارها بإيصالات يمكن تحويلها مرة أخرى إلى ذهب عند الطلب. وبمرور الوقت، بدأ الناس في استخدام هذه الإيصالات لتسديد المدفوعات بدلاً من العودة إلى الصائغ لسحب ذهبهم وذلك عند الحاجة إلى إجراء صفقة ما. ونتيجةً لذلك، أصبحت هذه الإيصالات شكلاً من أشكال المال ومهدت الطريق أمام الأوراق النقدية المستخدمة اليوم. وحتى العام 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.

١ تدفق صناديق البيتكوين المتداولة في البورصة (٢ مليون دولار أمريكي) (<https://farside.co.uk/btc>).

في الوقت نفسه، لا تُعتبر العملات المشفرة عملةً قانونيةً مُعترفًا بها يدعمها بنك مركزي، لكن هذه المسألة تخضع حالياً إلى تغييرات سريعة. في سبتمبر ٢٠٢١، أصبحت بيتكوين عملةً قانونيةً في السلفادور. وفي فبراير ٢٠٢٢، أصدرت أوكرانيا قانوناً لتقنين بيتكوين وغيرها من العملات المشفرة. واعتباراً من مارس ٢٠٢٤، أصبحت بيتكوين قانونيةً في الولايات المتحدة واليابان والمملكة المتحدة ومعظم الدول المتقدمة الأخرى. ولكن في الأسواق الناشئة ومناطق أخرى، تباين وضعها القانوني بشكل كبير. ويشهد الوضع تغييراً سريعاً. فيما يلي ملخص موجز للنشاط التنظيمي في كل منطقة وقت كتابة هذا التقرير:

- **في الولايات المتحدة**، تخضع عملة البيتكوين للتنظيم. بعد إفلاس شركات FTX وBlockFi وVoyager Digital وغيرها من منصات العملات المشفرة، عززت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) تطبيقها للوائح مكافحة الاحتيال والأوراق المالية في سوق العملات المشفرة. كما تخضع العملات المستقرة والرموز الأخرى لتدقيق أكبر من قبل الهيئة. وفي المجممل، باشرت الهيئة ٢٦ إجراءً لإنفاذ قوانين العملات المشفرة في عام ٢٠٢٣. وتعتبر دائرة الإيرادات الداخلية الأمريكية (IRS) البيتكوين والعملات المشفرة الأخرى "ملكية"، حيث أصدرت إرشادات ضريبية مناسبة لدافعي الضرائب.
- **أقرّ الاتحاد الأوروبي** مشروع قانون تنظيم أسواق الأصول المشفرة (MiCA)، الذي يهدف إلى تنظيم سوق الأصول الرقمية. يغطي قانون MiCA عدة مجالات رئيسية، بما في ذلك الشفافية والإفصاح والترخيص والإشراف على المعاملات. ويهدف هذا القانون إلى الحد من المخاطر التي يتعرض لها المستهلكون الذين يشترون الأصول المشفرة. ويختلف تنظيم العملات المشفرة في الاتحاد الأوروبي باختلاف الدول الأعضاء، إلا أن العملات المشفرة تُعتبر قانونية على نطاق واسع في جميع أنحاء الاتحاد الأوروبي.
- **في أستراليا**، وجدت دراسة استقصائية أجرتها هيئة الأوراق المالية والاستثمارات الأسترالية (ASIC) أن العملات المشفرة هي ثاني أكثر أنواع الأصول شيوعاً في البلاد بعد الأسهم الأسترالية. وتزايدت المخاوف من عدم إدراك المستثمرين للمخاطر المرتبطة بالعملات المشفرة. ومع ذلك، ستحتاج بورصات العملات المشفرة والشركات التي تروج للاستثمار في الأصول الرقمية إلى ترخيص من ASIC بموجب قواعد جديدة قيد الدراسة. وقد اقترحت ASIC توفير "ملاذ آمن" للملاحقة القضائية للشركات الناشئة التي تتقدم بطلب للحصول على تراخيص مالية في أعقاب الخروقات والاحتياطات والانهيارات البارزة.
- **في آسيا**، فرضت الصين قيوداً على تداول البيتكوين من دون تجريم حيازته في عام ٢٠١٩، لكنها رخصت مؤخراً لبعض البورصات لتقديم تداول البيتكوين والإيثر. منعت الهند حتى الآن البنوك من التعامل بالبيتكوين، وتركت الوضع القانوني للعملات المشفرة دونما تحديد، وقيد المراجعة. في اليابان، يُعرّف قانون خدمات الدفع "الأصول المشفرة" بأنها طرائق دفع غير مقومة بالعملة الورقية تُستخدم لدفع مستحقات أشخاص غير محددين. لا توجد قيود على امتلاك العملات المشفرة والاستثمار فيها. تتمتع اليابان بأكثر مناخ تنظيمي تقدمي في العالم للعملات المشفرة، وتتعترف بالبيتكوين والعملات الرقمية الأخرى كملكات قانونية بموجب قانون خدمات الدفع، ومن ثمّ فإن بورصات العملات المشفرة هي بورصات مسجلة في أسواق اليابان.

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.

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 بمنزلة أموال لأغراض قانونية أو تنظيمية. على سبيل المثال، يرجع أحد الأسباب التي تعيق الاستخدام الشائع للعملات المشفرة إلى أن هذه العملات متقلبة للغاية ولا تصلح لأن تكون مخزناً جيداً للقيمة، ولربما يمكن أن نستثني من ذلك فئة من العملات المشفرة تسمى "العملات المستقرة" (stable coins)، والتي يتم تثبيت سعرها عادةً بنسبة ١:١ مقارنة بالعملات القانونية. إضافةً 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.

يمكن تلخيص أهم الاختلافات بين العملات المشفرة والعملات الورقية (النقد الإلزامي) في الجدول الآتي:

العملات المشفرة	العملات التقليدية	الفرق
العملات المشفرة هي عملات رقمية في المقام الأول، ليس لها شكل مادي. وتسجل المعاملات على سلسلة كتل أو وحدات مجمعة (blockchain)، وتثبت الملكية من خلال مفاتيح تشفير.	توجد الأشكال المادية للنقود، مثل العملات المعدنية والأوراق النقدية، جنباً إلى جنب مع التمثيلات الرقمية في الأنظمة المصرفية الإلكترونية.	شكل الحياة
تعمل على شبكات لامركزية تعتمد على تقنية سلسلة الكتل. لا توجد سلطة مركزية تحكم العملات المشفرة مثل البيتكوين أو تضبطها. ويُعتمد، بدلاً من ذلك، على سجل موزع تحتفظ به شبكة من العقد.	تصدرها وتنظمها سلطة مركزية، عادة ما تكون حكومة أو مصرفاً مركزياً. تتمتع السلطة المركزية بالقدرة على التحكم بالمعروض من النقود وتنفيذ السياسات النقدية وتنظيم المؤسسات المالية.	المركزية
عادةً ما يكون هناك حد أقصى للمعروض من معظم العملات المشفرة، ما يوجد حداً أقصى لإجمالي عدد العملات التي يمكن أن تكون في التداول. على سبيل المثال، يتمثل الحد الأقصى لإجمالي المعروض من البيتكوين بـ 21 مليون قطعة نقدية.	تتمتع السلطات المركزية، مثل البنوك المركزية، بسلطة إصدار المعروض من العملات الورقية التقليدية وتنظيمه. إذ يمكنها طباعة المزيد من النقود أو سحبها من التداول بحسب الحاجة.	الإصدار والعرض
تختلف الأحكام الخاصة بالعملات المشفرة باختلاف السلطات القضائية. غالباً ما تركز التدابير التنظيمية على حماية المستهلك ومنع الأنشطة غير القانونية وضمان الامتثال الضريبي. على سبيل المثال، تعمل المملكة المتحدة على مواءمة أحكام التشفير الخاصة بها مع توجيهات مكافحة غسل الأموال. وعادةً ما تخضع بورصات العملات المشفرة ومقدمي المحافظ لأحكام مكافحة غسل الأموال لمنع الأنشطة المالية غير المشروعة، ويجب أن تكون مسجلة رسمياً لدى هيئة الرقابة المالية FCA.	تخضع الأنظمة المالية التقليدية لرقابة تنظيمية واسعة. تسن الحكومات والمصارف المركزية القوانين المتعلقة بالأعمال المصرفية والسياسة النقدية والمعاملات المالية وتنقذها. تضمن الهيئات التنظيمية مثل هيئة الرقابة المالية (FCA) الامتثال لأحكام مكافحة غسل الأموال (AML) واعرف عميلك (KYC).	الرقابة التنظيمية
تتميز المعاملات على سلسلة الكتل بالشفافية وإمكان التتبع، لكن مستوى الغفلة يمكن أن يختلف باختلاف العملة المشفرة. إذ توفر بعض العملات المشفرة ميزات خصوصية أكثر من غيرها.	المعاملات التي تُنجز بالعملات الورقية التقليدية هي معاملات يمكن تتبعها عموماً، إذ تخضع البنوك والمؤسسات المالية للرقابة التنظيمية ومقتضيات حفظ السجلات.	الغفلة والشفافية
غالباً ما تُشتق القيمة من عوامل مثل الندرة والمنفعة داخل منظومة من سلسلة الكتل، والطلب في السوق. ولا تكون العملات المشفرة مدعومة بسلع مادية مثل الذهب، لكنها تكتسب قيمة من إجماع الشبكة ومعدل الاعتماد (الحجم المتداول).	لا قيمة حقيقية للنقود الورقية التقليدية بحد ذاتها؛ وقيمتها مستمدة من ثقة الناس في الجهة المصدرة لها (البنك المركزي) والثقة بإمكان مبادلتها على نحو موثوق مع سلع وخدمات.	القيمة الحقيقية

العملات المشفرة	العملات التقليدية	الفرق
غالبًا ما تكون المعاملات أسرع، ويمكن لأي شخص لديه اتصال بالإنترنت الوصول إلى العملات المشفرة.	قد تستغرق المعاملات التي تنطوي على عملات ورقية تقليدية في بعض الأحيان مدة أطول، لاسيما في المعاملات العابرة للحدود، وقد يكون إمكان الوصول إليها محدوداً في مناطق معينة.	سرعة المعاملات وسهولة الوصول إلى العملة
يمكن أن تكون أسعار العملات المشفرة متقلبة للغاية، مع قيم تشهد في بعض الأحيان تقلبات كبيرة خلال فترات قصيرة وأخرى طويلة. ومستويات التقلب الملحوظة (بما في ذلك التقلبات الكبيرة وفترات الارتفاع السريع والمطول) لا تتوافق مع تحركات العملات النموذجية، وتشبه إلى حد كبير حركة السلع.	في حين أن أسعار الصرف يمكن أن تتقلب، فإن العملات الورقية التقليدية بشكل عام تعتبر أكثر استقراراً بكثير من العملات المشفرة نظرًا إلى حجم تداول العملات الأجنبية (الفوركس) الكبير، مما يخلق مرجعاً للعملات المتقاطعة وأوجه تعادل في السعر.	التقلب وسلوك الأسعار

٢- أسواق النقد

هدف التعلم

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

أسواق النقد هي أسواق جملة أو مؤسسية للأموال، وتتميز بإصدار الأوراق المالية قصيرة الأجل القابلة للتداول ومن ثم تداولها واستردادها. وقد تتمتع هذه الأوراق المالية بتاريخ استحقاق يصل إلى سنة واحدة، إلا أن مدة ثلاثة أشهر أو أقل هي الأكثر اعتياداً.

بالمقابل، توفر أسواق رأس المال التمويل للشركات على المدى الطويل، وذلك إما عن طريق الاستثمار في السندات أو الأسهم.

نظراً إلى كون أسواق النقد قصيرة الأجل، فإن معظم الأدوات المالية في هذه السوق تصدر بخصم على قيمتها الاسمية لتوفير المصاريف الإدارية المرتبطة بالتسجيل وبسداد الفوائد. وبالرغم من توفر 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 مرتفعاً نسبياً، الأمر الذي يجعلها أكثر ملاءمة للمؤسسات الاستثمارية.

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

<ul style="list-style-type: none"> • أذونات الخزينة (Treasury Bills) - تُصدّر أسبوعياً عن الحكومات أو جهات أخرى بالنيابة عنها، وتُستخدم الأموال المُحصّلة لتلبية احتياجات الحكومة للاقتراض على المدى القصير. <p>تُعدّ أذون الخزينة من الأدوات التي لا تُسدّد عليها أي فوائد، لذلك يُشار إليها في بعض الأحيان على أنها أدوات استثمارية صفرية أو "سندات من دون فوائد". شُرح هذا النوع من السندات في الفصل الرابع بالتفصيل.</p> <p>عوضاً عن سداد الفوائد على أذون الخزينة، تُصدّر هذه الأذون بخصم على قيمتها الاسميّة- أي بسعر يقلُّ عن ١٠٠ دولار إذا كانت القيمة الاسميّة ١٠٠ دولار مثلاً- وعادة ما تستحقّ بعد ثلاثة أشهر. فعلى سبيل المثال: قد يصدر أحد أذون الخزينة 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.</p>	<p>أذونات الخزينة</p>
<ul style="list-style-type: none"> • شهادات الإيداع (Certificates of deposit CDs) - تُصدّرها المصارف لقاء المبالغ المالية المُودّعة لديها: يمكن أن تتخيّلها على أنها حسابات ودائع قابلة للتداول، أي يمكن بيعها وشراؤها تماماً كما تباع الأسهم وتُشتري. <p>على سبيل المثال: يمكن أن يُصدر أحد المصارف شهادة إيداع تُمثّل وديعةً قيمتها مليون دولار أمريكي من أحد عملائه، على أن تكون قابلة للاسترداد في غضون ستة أشهر. وقد تنصّ 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 التّقد.</p> <p>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 بأجال استحقاق تقلُّ عن ستة أشهر. وقد يكون سعر الفائدة عليها ثابتاً أو متغيراً، علماً بأنّ بعضها يصدر أيضاً بخصم ومن دون فائدة.</p>	<p>شهادات الإيداع</p>
<ul style="list-style-type: none"> • الورقة التجارية (Commercial paper CP) - تُعدّ الورقة التّجاريّة بمنزلة المقابل التجاري لأذون الخزينة، حيث تُصدر عن الشركات الكبرى بغرض الوفاء بالتزاماتها من الاقتراض القصير الأجل. ويُتفق مسبقاً مع المصارف على قدرة الشركة على إصدار الأوراق التجارية. <p>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 بأجال استحقاق مختلفة (شهر واحد و٣ أشهر و٦ أشهر مثلاً)، ورُبما بعملات مختلفة أيضاً. وتُعدّ الورقة التجارية، على غرار أذون الخزينة، سند صفرية (من دون فائدة) وتُصدر بخصم على قيمتها الاسميّة.</p>	<p>الورقة التّجارية</p>

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

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

كما ذكرنا سابقاً، يُعدّ سوق النقد سوقاً عالي الاحترافيّة، وتستخدمه المصارف والشركات لإدارة احتياجاتها من السيولة، ولا يمكن للمستثمرين الأفراد أن يصلوا إليه بسهولة، إذ يجب على هؤلاء استخدام إما حسابات سوق النقد التي تقدّمها المصارف أو صناديق سوق النقد.

لعلّ من الأفضل أن يُشار إلى الحساب في سوق النقد على أنه حساب إيداع في سوق النقد، لأنّه بالفعل حساب ادّخار يتطلّب وجود حدّ أدنى للرصيد في الحساب ومهلة إخطار معينة قبل سحب النقود. ونظراً إلى أنّه يأخذ صيغة الحساب المصرفي، يستفيد المودعون عموماً من وجود شبكة أمان تماثلُ صناديق ضمان الودائع في المصارف.

في المقابل، يُعدّ صندوق سوق النقد فعلياً صندوقاً مشتركاً في سوق النقد، أي صندوق استثمار جماعيّ يجمع أموال المستثمرين معاً لاستثمارها في أدوات دين قصيرة الأجل، مثل أذون الخزانة والأوراق التجارية. وتتوفر مجموعة متنوّعة من صناديق سوق النقد، وتتفوّق هذه الصناديق على حسابات الاستثمار في سوق النقد بميزتين رئيسيتين. أولاً: جمع أموال المستثمر مع أموال المستثمرين الآخرين، الأمر الذي يمكّن المستثمر من الوصول إلى مجموعة من الأصول التي لم تكن لتتوفر له في غياب الصندوق إما بسبب عدم توفر الوصول المباشر، أو بسبب متطلبات الحد الأدنى للاستثمار، أو بسبب القيود التنظيمية. وثانياً: تميل عوائد صناديق سوق النقد إلى أن تكون أعظم من عوائد حساب سوق النقد البسيط الذي يقدّمه المصرف، ويرجع ذلك في الأساس إلى حقيقة أنّ المستثمر يتحمّل مخاطر أكبر، ذلك أنّ هذه الصناديق لا تحميها صناديق ضمان الودائع.

المزايا والعيوب

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

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

- كملأٍ آمن للأرصدة النقدية على المدى القصير
- كبديلٍ للسندات والأسهم (لا سيما في أوقات عدم الاستقرار في السوق).

كما رأينا سابقاً، يمكن استخدام حسابات الودائع في أسواق النقد على أنها ملاذٌ مؤقتٌ للأرصدة النقدية غير المستثمرة بدلاً من استخدام حسابات الودائع التقليديّة للأفراد. وبالنسبة إلى المستثمرين الأفراد، يمكن لهذه الحسابات في بعض الأوقات تحقيق عوائد أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها من الودائع العادية، وتقديمها مع معظم مصارف الأفراد. يكمن 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، إذ يمكنها أن توفّر للمستثمر أسعاراً أفضل مقارنةً بالودائع الأصغر حجماً.

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

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

كما توفّر أسواق النقد ملاذاً آمناً يمكن اللجوء إليه في حالات انهيار الأسواق. فعندما تمرّ الأسواق بمرحلة انتعاش (bull period) طويلة الأجل وبعدها تبدأ الآفاق الاقتصادية بالتدهور، قد يرغب المستثمر في تحصيل الأرباح في قمة دورة السوق واستثمار الأموال التي حقّقها في أسواق النقد ريثما تبرز فرص استثمار أفضل.

يمكن استخدام التعليل المنطقي نفسه حين لا يرغب المستثمر في استثمار مبالغ نقدية جديدة عندما تبلغ دورة السوق قمتها. فبفضل طبيعة أدوات الاستثمار في أسواق النقد، تُقدّم هذه الأدوات استثماراً بديلاً يحدّ من إمكانية التعرّض لمخاطر السوق الجسيمة.

الاستثمارات والأسواق الأخرى

يُخصَّص جزء من محفظة العميل الاستثمارية العادية للاستثمارات النقدية. ولذلك من الممكن أن تُمثَّل 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، وتنطوي تالياً على مخاطر تتعلق بأسعار الصرف.

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

٣- سوق العملات الأجنبية (الفوركس)

هدف التعلّم

١-٤-٥	معرفة الهيكل الأساس 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 الآجل باستخدام معادلة تعادل سعر الفائدة

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

كانت العملات قديماً مدعومة 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، من طريق تثبيت أسعار العملات كافة مقابل الدولار الأمريكي ومنح المصارف المركزية للدول المشاركة ميزة تبادل موجوداتها من الدولارات بالذهب على أساس سعر ثابت حُدّد عند ٣٥ دولاراً أمريكياً للأونصة الواحدة. وبموجب هذا النظام، بات محظوراً على البلدان خفض قيمة عملاتها بنسبة تتجاوز ١٠٪، وهو إجراء كانت تلجأ إليه بعض البلدان سعياً لتحسين مكانتها التجارية.

لكنّ نمو التجارة الدولية وتزايد الضغوط لتحريك رؤوس الأموال أخلاً في نهاية الأمر بينود الاتفاقية، ما أدى 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.

بذلك غدا التداول في العملات متاحاً على مدار ٢٤ ساعة، حيث يتم في مناطق زمنية مختلفة تمتد من أفريقيا إلى آسيا وأوروبا وأمريكا. وتحتلّ لندن موقعاً إستراتيجياً متميزاً لوقوعها في منتصف المسافة بين المناطق الزمنية الآسيوية والأمريكية، ما مكّنها 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 تُشتري إحدى العملات وتُباع الأخرى بسعر مُحدّد يُدعى سعر الصرف. وعند تحديد سعر صرف العملة، يُختصر اسمها إلى مرجع من ثلاث خانات، فيرمز للجنيه الإسترليني على سبيل المثال بالرمز GBP (جي بيه بي).

٣-١ أسعار العملات

عند تحديد أسعار العملات، يشار إلى العملة الأولى بالعملة الأساس بينما تدعى الثانية بالعملة المقابلة أو العملة المُسعّرة. وتساوي العملة الأساس دائماً وحدة واحدة من تلك العملة، أو بتعبير آخر، جنهماً واحداً أو دولاراً واحداً أو يورو واحداً. فعلى سبيل المثال، قد يُسعر اليورو مقابل الدولار الأمريكي (EUR:USD) على النحو الآتي ١:١,٢٥٠ بمعنى أن كل يورو يعادل ١,٢٥٠ دولار أمريكي.

ولكن عند تسعير أزواج العملات، يحدد صانع السوق أو تاجر الفوركس سعرين: سعر العرض وسعر الطلب. وبالعودة إلى مثال سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي أعلاه حيث ١:١,٢٥٠، 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.

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).

حين يرتفع سعر الصرف، فهذا يعني أن قيمة العملة الأساسية ترتفع نسبة إلى العملة الأخرى، ويشار إلى ذلك بتعزيز العملة، وعندما يكون العكس هو الصحيح، يقال إن العملة تضعف.

تُعدّ سوق العملات الأجنبية سوقاً غير رسمية أو سوقاً يتداول فيها الوسطاء والتجار مباشرةً مع بعضهم بعضاً. 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.

٢-٣ معاملات سوق العملات الأجنبية (الفوركس)

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

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

غالباً ما تُسوّى المعاملات من خلال مصرف سي أل أس بنك (CLS Bank) أو النظام المصرفي الدولي في جميع أنحاء العالم. ذلك لأن سي أل أس بنك، مصرف متخصص، أنشئ في عام ٢٠٠٢، ويملكه العديد من أكبر المؤسسات المالية في العالم ويُستخدم لتسوية معاملات الفوركس بين المصارف الأعضاء باستخدام نظام يسمى "الدفع مقابل الدفع"، حيث تدخل المصارف الأعضاء تعليماتها بشأن عمليات البيع والشراء المتعلقة بمعاملات الفوركس، ويتم تبادل العملات عند تطابق هذه الأوامر وامتلاك الأموال اللازمة لإجراء هذه التداولات. كما يمكن للمشاركين في تداولات الفوركس تسويتها مباشرةً، حيث تملك المصارف حسابات لدى بعضها بعضاً (وفي فروعها في الخارج وشركاتها التابعة)، الأمر الذي يتيح التسوية مباشرةً.

٣-٣ أسعار الصرف الآجلة

يُعدّ عقد الصرف الآجل اتفاقاً مبرماً بين طرفين لشراء عملة أجنبية أو بيعها بسعر صرف ثابت على أن تتم التسوية في تاريخ آجل. وسعر 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.

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

مثال

لحساب سعر الصرف الآجل للجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي GBP:USD في غضون ثلاثة أشهر من الآن، نحن 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 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، يُحسب باستخدام عدد أيام هذه الفترة).
- سعر الفائدة في مدة ثلاثة أشهر في المملكة المتحدة: $٠,٥٠ \div ٤ = ٠,١٢٥$ ٪.
- سعر الفائدة في مدة ثلاثة أشهر في الولايات المتحدة الأمريكية: $١,٠٠ \div ٤ = ٠,٢٥$ ٪.
- نقوم بعدها بتحويل السعرين إلى أرقام عشرية للتمكن من استخدامهما في العملية الحسابية، مثلاً ٠,٠٠١٢٥ و ٠,٠٠٢٥.

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

$$\left(\frac{١ + \text{سعر العملة المسعّرة على المدى القصير}}{١ + \text{سعر العملة الأساس على المدى القصير}} \right) \times \text{السعر الفوري} = \text{السعر الآجل}$$

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

$$١,٢٥١٦ = \left(\frac{٠,٠٠٢٥ + ١}{٠,٠٠١٢٥ + ١} \right) \times ١,٢٥ = \text{السعر الآجل}$$

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.

يُمكن المنطق وراء نظرية تعادل أسعار الفائدة، بعبارة بسيطة، في أنه يُفترض بسعر الصرف الآجل أن يجعل المستثمرين على الحياد تجاه أسعار الفائدة المتاحة على الودائع المصرفية في الدول المعنّية. 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 تنشأ عن السعر الآجل في نهاية فترة الأشهر الثلاثة حالة حياد عند المستثمرين بفارق أسعار الفائدة.
- لذلك إذا احتفظ المستثمر بمبلغ ١٠٠,٠٠٠ جنيه إسترليني، واستثمره لمدة ثلاثة أشهر عند ١,٢٥٪، فسيحصل على ١٠٠,١٢٥ جنيه إسترليني في نهاية الفترة. وإذا كان يمتلك مبلغ ١٢٥,٠٠٠ دولار واستثمره لمدة ثلاثة أشهر بسعر فائدة نسبته ٢,٥٪، فسيحصل على ١٢٥,٣١٢,٥٠ دولاراً في نهاية الفترة.

القيمة حالياً	معدّل الفائدة	الفائدة المدفوعة عن فترة الأشهر الثلاثة	القيمة في نهاية الفترة
الجنيه الإسترليني ١٠٠,٠٠٠	١,٢٥٪	١٢٥,٠٠ جنيه	١٠٠,١٢٥,٠٠ جنيه
الدولار الأمريكي ١٢٥,٠٠٠ دولار	٢,٥٪	٣١٢,٥٠ دولاراً	١٢٥,٣١٢,٥٠ دولاراً

- لا بد، إذن، من أن ينتج السعر الآجل عن معادلة ١٢٥,٣١٢,٥٠ دولاراً سعر ١٠٠,١٢٥ جنيه إسترليني، أي ١٠٠,١٢٥/١٢٥,٣١٢,٥٠ = ١,٢٥١٦ =

٤- العقارات

هدف التعلّم

- ١-٣-٥ معرفة خصائص الاستثمار العقاري: العقارات التجارية والسكنية؛ الاستثمار المباشر وغير المباشر
- ٢-٣-٥ معرفة مزايا الاستثمار في العقارات وعيوبه المحتملة

تتصف العقارات بخصائص فريدة من نوعها مقارنةً بأنواع الأصول الأخرى:

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

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

نستعرض في الجدول الآتي بعضاً من الاختلافات الرئيسة 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

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

ويختار كثير من المستثمرين الأفراد الدخول في سوق الاستثمار العقاري من طريق شراء المنازل بهدف تأجيرها أو ببساطة عبر شراء منزلٍ ثانٍ. ويرغب مستثمرون آخرون في إضافة الاستثمارات العقارية ضمن محفظة استثمارية مُنوّعة، فيلجأون عموماً إلى الاستثمار بصورة غير مباشرة، وذلك بالاشتراك في صندوق استثمار مشترك، أو بالاستثمار في السندات العقارية التي تُصدرها شركات التأمين، أو بشراء أسهم في الشركات العقارية المُدرّجة 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 تدابيراً لوقف البيع الجماعي وقتّدت في بعض الحالات عمليات البيع هذه لمدة ١٢ شهراً. وقد تكرر المشهد نفسه في السنوات الأخيرة، حين فرضت الصناديق تأجيل سداد الديون نظراً إلى تهافت 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 وسائل الاستثمار غير المباشر يجعل من العقارات أصولاً أيسر مالياً لأولئك الذين يديرون محافظ استثمارية متنوّعة أصغر حجماً.

أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحّة الأجوبة بالعودة إلى القسم ذي الصلة:

١. قارن بين الفائدة المستحقة على حساب وديعة لأجل والفائدة المستحقة على حساب وديعة جارية؟
مرجع الإجابة: القسم ١
٢. لماذا يجب أن تُؤخذ مخاطر تخلف البنك عن السداد في الاعتبار عند التفكير في فتح حساب وديعة لديه؟
مرجع الإجابة: القسم ١
٣. ما هي مزايا وعيوب الاستثمار نقداً؟
مرجع الإجابة: القسم ١-١
٤. ما الاختلافات الرئيسة بين العملات المشفرة والعملات الورقية التقليدية؟
مرجع الإجابة: القسم ٢-١
٥. وفقاً للنظرية الاقتصادية، ما هي الوظائف الثلاث التي يجب أن يخدمها المال؟
مرجع الإجابة: القسم ٢-١
٦. ما هي القواعد العالمية الرئيسية المتعلقة بالعملات المشفرة؟
مرجع الإجابة: القسم ٢-١
٧. كيف يُدفع العائد على أذونات الخزينة؟
مرجع الإجابة: القسم ٢
٨. متى تُسوّى معاملات الفوركس الفورية؟
مرجع الإجابة: القسم ٣
٩. أبرمت شركة معاملة صرف أجنبي لمبادلة الدولار الأمريكي لقاء عملتها المحليّة في خلال شهرٍ واحد من تاريخه. ما نوع هذه المعاملة من معاملات الصرف الأجنبي؟
مرجع الإجابة: القسم ٣
١٠. ما مزايا الاستثمار في العقارات وما عيوبه؟
مرجع الإجابة: القسم ٤

المشتقات المالية

١٠٩	١	لمحة عامة عن المشتقات المالية
١١٠	٢	العقود المستقبلية
١١٢	٣	عقود الخيار
١١٤	٤	عقود مبادلة سعر الفائدة
١١٥	٥	عقود مبادلة مخاطر الائتمان
١١٦	٦	أسواق المشتقات المالية
١١٨	٧	الاستثمار في أسواق المشتقات المالية

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

١ - لمحة عامّة عن المشتقّات المالية

مثلما تواجه الصناعة تحديات مع ظهور الأسواق الرقمية كالعملات المشفرة، تُذكرنا المشتقّات المالية بأن الابتكار لا يتوقف. في الواقع، المشتقّات المالية موجودة منذ مئات السنين. ويعودُ تاريخها إلى الأسواق الزراعية، عندما احتاج المزارعون إلى آليّة تحميهم من تقلّبات الأسعار الناجمة عن إغراق السوق بالمنتجات، واحتاج التجار إلى حماية تجارتهم من سُحّ الإنتاج الحاصل في أوقات القحط أو الجفاف.

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

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

هكذا يعود تاريخ أسواق السلّع الحديثة إلى هذا النوع من تبادل المنتجات الزراعية. وأسواق السلّع 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 وهيئتها أيضاً- كمقدار جفاف القمح أو نقاء المعادن على سبيل المثال.

تُباع السلّع من قبل المنتجين (مثل المزارعين وشركات التعدين والنفط)، وتُشتري من قبل المُستهلكين (مثل الشّركات الغذائية والصناعية). ويجري كثير من عمليات البيع والشراء بواسطة عقود المشتقّات للسلّع الأساسية، التي تمكّن المنتجين والمستهلكين على السواء من التحوّط ضد مخاطر تقلّبات السعر في السوق. لكنّ ثمة أحجاماً كبيرة لعمليات التّجارة في السلّع (ومُشتقّاتها) التي تجريها الشركات المالية والمضاربون سعياً وراء تحقيق الرّبح عن طريق التنبؤ الصحيح بتحركات السعر في السوق.

اتّسع نطاق التداول في المشتقّات المالية في أيامنا هذه ليشمل الأدوات المالية والمؤشّرات والمعادن ومنتجات الطاقة ومجموعة كبيرة من الأصول الأخرى.

تأخذ أغلبية عقود المشتقّات إحدى الصّيغ الأربعة الآتية: العقد الآجل، العقد المستقبلي، عقد الخيار، عقد المبادلة (المقايضة).



١-١ استخدامات المشتقات المالية

هدف التعلّم

١-١-٦ معرفة استخدامات المشتقات المالية وتطبيقها

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

غالبًا ما يُنظر إلى المشتقات المالية على أنها أدوات خطيرة معقدة يتعدّر فهمها. ورغم أن المشتقات المالية قد تكون معقدة وتُشكل مخاطر نظامية، إلا أنها مصممة أساسًا لتقليل المخاطر التي تواجهها المؤسسات والأفراد، وهي عملية تُعرف باسم "التحوط". وبالمثل، فإن العديد من المشتقات المالية ليست معقدة بشكل خاص.

سنرى 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 منظمّة مثل بورصة شيكاغو التجارية (CME) حيث يشار إلى المشتقات في هذه الحالة باسم المشتقات المُتداولة في البورصة (exchange-traded).

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

- **التحوط:** 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 التدفّقات النقدية المستقبلية:** ترتبط هذه الفكرة ارتباطاً وثيقاً بمفهوم التحوط. فإذا كان مدير المحفظة يتوقّع 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 المُتوقّعة في اتجاهات السوق على المدى القصير أو إحداث تغيير ما في الإستراتيجية 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:** تنطوي المضاربة على تحمّل مخاطر إضافية (المُراهنة) سعياً لتحقيق الأرباح، أو زيادتها، في المحفظة الاستثمارية.

٢- العقود المستقبلية (Futures)

هدف التعلّم

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، افتُتح مجلس شيكاغو للتجارة (CBOT) في العام ١٨٤٨ ليكون أول بورصة للمشتقات في العالم، وطوّرت هذه البورصة بعدها بمدةٍ عقداً مستقبلياً سمح بتداول كميات منمّطة من الحبوب ذات جودة معينة بسعرٍ مُستقبلي ثابت وتاريخ تسليم مُحدّد. وقد

المشتقات المالية

تميز 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 عدد كبير ومتزايد من بورصات المشتقات.

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

٢-٢ تعريف العقد المستقبلي ووظيفته

تُوفّر 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.

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

مثال

اتفق مشترع مع بائع على شراء ١,٠٠٠ برميل نפט 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 نפט 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 عقد وموعد التسليم المستقبلي وموقعه، بينما يبقى السعر وحده قابلاً للتفاوض. وبالعودة إلى المثال السابق: تتوقّف نوعية 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، لذلك كان مهماً الإلمام بها.

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

نورد في ما يأتي تعريفات بأهم المصطلحات الواردة في هذا المثال:

- **الشراء على المكشوف (Long):** يُستخدم هذا المصطلح للإشارة إلى وضع مشتري العقد المستقبلي، لأنّه يلتزم بموجب العقد بشراء الأصل محلّ التعاقد بالسعر المتفق عليه مسبقاً وفي التاريخ المستقبلي المحدّد مسبقاً.
- **البيع على المكشوف (Short):** يشير هذا المصطلح إلى وضع البائع في العقد المستقبلي، حيث يتعهد البائع بتسليم الأصل محلّ التعاقد مقابل السعر المتفق عليه في التاريخ المستقبلي المحدّد مسبقاً.
- **الدخول في العقد (Open):** يُقصد بها عملية التعاقد. وتحدث هذه العملية بمجرّد إبرام الأطراف المتعاقدة للعقد المستقبلي، وقد تكون العملية شراء عقدٍ مُستقبلي (أي شراء على المكشوف) أو بيع عقدٍ مستقبلي (أي عملية بيع على المكشوف).

- **الخروج من العقد (Close):** لا تُسَلَّم الأصول الماديّة محل التعاقد في معظم العقود المستقبلية، بل يتم الخروج من العقد وإلغاؤه عوضاً عن ذلك. فعلى سبيل المثال، سوف يتجنّب المشتري حتماً في معظم الحالات التسليم، وذلك عبر الدخول في عملية بيع للخروج من العقد قبل تاريخ التسليم. وفي حال عدم خروج المشتري من العقد قبل انتهاء مدته، سيضطر إلى دفع المبلغ المتفق عليه واستلام الأصل محل التعاقد، وهو أمرٌ يحرصُ المشتري على تجنُّبه إذا كان مؤسّسة مالية مثلاً لا تستخدم العقد المستقبلي إلا للمضاربة على سعر الأصل محلّ التعاقد.
- **عقد مغطى (Covered) -** عندما يملك بائع العقد المستقبلي الأصل محل التعاقد الذي سيكون لازماً في حال التسليم المادي.
- **عقد مكشوف (Naked) -** عندما لا يملك بائع العقد المستقبلي الأصل محل التعاقد في حال كان التسليم المادي للسلعة لازماً. وفي هذه الحالة يمكن أن تكون المخاطر غير محدودة.

٣- عقود الخيار (Options)

هدف التعلّم

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 المغطى/المضمون (covered)، الاستثمار المكشوف/ من دون ضمان (naked)

١-٣ تطوّر عقود الخيار

في الحقيقة، لم تشهد عقود الخيار ازدهاراً حتى أعدّ اثنان من الأكاديميين الأمريكيين (فيسر بلاك Fisher Black ومايرون شولز Myron Scholes) نموذجاً لتسعير عقود الخيار في العام ١٩٧٣، الأمر الذي سمح بتسعيها ببسر وسهولة. وقد مهّد هذا النموذج السبيل لاستحداث عقود الخيار المنمّطة وافتتاح بورصة شيكاغو لتداول عقود الخيار (CBOE) في العام ذاته. وقد أدّى هذا بدوره إلى تفجّر سيلٍ من المنتجات 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

يُعطي 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 مُسبقاً أو قبله أو في المدة الواقعة بين تاريخين محدّدين؛ بينما يقبض بائع العقد العلاوة (ثمن الخيار) لقاء منحه هذا الخيار للمشتري.

من 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.

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

٣-٣ المصطلحات المتعلقة بعقود الخيار

هناك فئتان أساسيتان من عقود الخيار:

- **خيار الشراء (call option):** لمشتري عقد الخيار الحق في شراء الأصل بالسعر المتفق عليه إذا ما رغب في ذلك، ويلتزم البائع بتسليمه الأصل المتفق عليه إذا مارس المشتري حقه في الخيار.
- **خيار البيع (put option):** لمشتري عقد الخيار الحق في بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه، ويلتزم البائع بتسليم الأصل ودفء السعر المتفق عليه إذا مارس المشتري حقه في الخيار.

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

يُشار إلى باء 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 إلى عقود الخيار المتداولة في البورصات، يقوم المشتري والبائع بتسوية العقد مع غرفة مقاصة تُشكّل جزءاً من البورصة نفسها، وليس مباشرة واحدهما مع الآخر. وينبغي أن تكون البورصة قادرةً على تسوية الصفقات في أي وقت يشاء أصحاب العقود ممارسة حقوقهم بالشراء أو البيع. وبما أن البورصة لا ترغب في أن 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

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

مثال

لنفترض أن أسهم شركة جيرسي تُتداول بسعر ٣,٢٤ دولار أمريكي. واشترى سامر خيار شراء السهم بسعر ٣,٥٠ دولار بعد ثلاثة أشهر من الآن. فبذلك يصبح لسامر حقُّ 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.

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

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

- ممارسة الخيار، أي شراء الأسهم بسعر ٣,٥٠ دولار للسهم الواحد ومن ثم يحتفظ بها أو يبيعها بسعر ٦,٠٠ دولار للسهم الواحد،
- 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 حقه 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 حقه في شراء الأسهم محل التعاقد، بحيث يستطيع أن يحتفظ ببساطة بثمن الخيار. غير أنّ هذا يُمثّل مخاطرة مالية كبيرة؛ ففي حال ارتفاع سعر الأسهم سيُضطرّ البائع إلى الوفاء بشروط العقد وشراء الأسهم من السوق لتقديمها للمشتري، ويشار إلى استثماره في هذه الحالة بأنه "مكشوف" أو من دون ضمان. أما إذا امتلك البائع الأسهم، فيقال إنّ استثماره عندها "مغطى" أو مضمون.

٤- عقود مبادلة سعر الفائدة

هدف التعلّم

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

عقد المبادلة اتفاقية لمبادلة مجموعة من التدفّقات النقدية بأخرى. وتُعدّ عقود المبادلة صيغة من صيغ عقود المشتقات الحاصلة خارج الأسواق الرسمية، ويتم تداولها بين الأطراف المعنية لتلبية احتياجاتهم المختلفة. لذلك، يتميز 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 متغيّراً.

تُستخدَم عملية المبادلة عادةً للتحوّط ضد احتمال التعرّض لمخاطر تغير سعر الفائدة. وسوف نرى مدى أهميتها عند دراسة المثال أدناه. يجري تطبيق أسعار الفائدة على أصلٍ افتراضي تُحسب قيمته على أساس المبلغ الذي سيجري التحوّط من خسارته، ومن ثم لا يجري تبادل التدفّقات 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 مُتغيِّرة. وهكذا تستطيع الشركة تقدير العوائد الإضافية التي سيحققها المصنع الجديد إلى حدٍّ ما، لكنها تبقى معرّضة للمخاطر بسبب سعر الفائدة المُتغيِّر؛ فقد يسبب المشروع خسارة مالية للشركة إذا حدث ارتفاع غير مُتوقَّع في معدلات الفائدة.

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

يمكن 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 مُتغيِّر. وبهذا المبلغ المُستلم من المصرف الاستثماري، يصبح لدى الشركة التمويل اللازم لتسوية القرض بمعدل الفائدة المُتغيِّر، حتى في حال ارتفاع معدلات الفائدة. وبهذه الطريقة، تكون الشركة قد تحوّطت ضد مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة.

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

يدفع أحد طرفي العقد عادةً مبلغاً من المال يقدّر على أساس مُعدّل فائدة ثابت إلى الطرف الآخر الذي يدفع الفائدة بسعر مُتغيِّر وفقاً لمعيار مرجعي مثل سعر التمويل اللبلي المضمون الذي يُنشر يومياً، أو ما في حكمه. ويُحدّد سعر الفائدة المُتغيِّر على أساس معيار مرجعي مُضاهياً إليه ٠,٥ ٪ مثلاً- ويُعاد احتسابه كل ربع سنة. ويُوصف السعر المُتغيِّر غالباً بالسعر "العائم".

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

هدف التعلّم

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).

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

يتمثل الغرض من المشتقات الائتمانية في تمكين المؤسسة من حماية نفسها ضد مخاطر الائتمان غير المرغوب فيها، وذلك بواسطة نقل تلك المخاطر إلى طرفٍ آخر. كما يمكن استخدام المشتقات الائتمانية لزيادة التعرُّص 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 التدفّقات النقدية. وعقود مبادلة مخاطر الائتمان أقرب إلى عقود الخيار في واقع الأمر. ففي عقود مبادلة مخاطر الائتمان، يدفع الطرف الذي يشتري الحماية ضدّ مخاطر الائتمان دفعاتٍ دورية (أو يدفع رسماً مُقدماً) للبائع. وفي المقابل، يحصل المشتري على تعويض مُتفقٍ عليه في حال تعرُّص طرف ثالث (أو مجموعة من الأطراف) لأحد مخاطر الائتمان. وفي حال وقوع حدثٍ كهذا، يدفع البائع دفعَةً محدّدة مسبقاً إلى المشتري، وبذلك يتم حلُّ العقد.

٦- أسواق المشتقات

هدف التعلّم

١٥-٦ معرفة خصائص أسواق المشتقات المالية والسلع

تعمل أسواق المشتقات المالية على السماح بتداول العقود بشكل أسهل، على نطاق واسع وبتكرار، دون مواجهة عيوب التخزين والنقل المادي للأصول الأساسية. على سبيل المثال، تخيّل 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 متوفر 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 لكّل مكيال تطلبه الآن. فإذا قمت بالتوقيع، فإنك فعلياً توافق على تأجيل عملية التسليم لمدة شهر واحد- وبذلك تكون قد اشتريت القمح عن طريق مشتق مالي.

يحدثُ التداول الفعلي للسلع جنباً إلى جنب مع تداول المشتقات المالية، إذ يجري في سوق السلع المادية شراء السلع الحقيقية ونقلها واستهلاكها بكميات كبيرة عبر أنحاء العالم. وتهيمن على هذه التجارة كبرى شركات التجارة الدولية والحكومات وكبار المنتجين والمستهلكين. وتوجد أسواق المشتقات المالية بالتوازي معها، حيث تُستخدم لتوفير آلية لتثبيت الأسعار بحيث يتسنى لجميع أصحاب المصلحة في أسواق السلع المادية التحوّط ضد مخاطر تقلّب الأسعار في السوق.

نشأ في الآونة الأخيرة جانب آخر لأسواق السلع متطورٌ للغاية على الرغم 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 واحدهما من الأخرى من حيث آلية تداولهما: المشتقات المتداولة خارج الأسواق الرسمية والمشتقات المتداولة في البورصة.

المشتقات 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.

تُعَدّ 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، مثل مشتقات الأسهم الفردية أو المؤشرات، وبالتالي يمكن تداولها في سوق منظمة. ولذلك يمكن تداولها في سوق منمّم، 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 عملية التداول- لكافة المعاملات الحالية.

٢-٦ أسواق تداول المشتقات

لنستعرض الآن بعض الأمثلة عن أسواق تداول المشتقات الرئيسية:

المُشتَقَات المَالِيَّة

<ul style="list-style-type: none"> مجموعة بورصة شيكاغو التجارية هي البورصة الرئيسة للمشتقات في الولايات المتحدة، وقد تشكلت في العام ٢٠٠٦ نتيجة اندماج بورصة شيكاغو التجارية (CME) مع مجلس شيكاغو للتجارة (CBOT). وتُعدُّ الأضخم والأكثر تنوعاً على الإطلاق بين بورصات المشتقات في العالم. تُدِير هذه البورصة أسواق التداول في المشتقات في كُلِّ من بورصة شيكاغو التجارية ومجلس شيكاغو للتجارة وبورصة نيويورك التجارية (NYMEX) وبورصة السلع (COMEX). 	<p>بورصة شيكاغو التجارية CME</p>
<ul style="list-style-type: none"> 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. 	<p>بورصة إنتركونتيننتال ICE</p>
<ul style="list-style-type: none"> شرعت بورصة لندن للمعادن (LME) في مزاولة عملها منذ أكثر من ١٣٠ عاماً. ومع أنَّها تتخذ موقفاً رئيساً لها في لندن، إلا أنَّها عبارة عن سوق عالمي يضم أعضاء من مختلف أنحاء العالم ويشكّل العمليات التجارية من الخارج ٩٥٪ من نشاطه. تُتداول في بورصة لندن للمعادن المشتقات الخاصة بالمعادن غير الثمينة والمعادن غير الحديد مثل النحاس والألمنيوم والزنك. وغالباً ما يحصل التداول بواسطة المزاد العلني (outcry) في قاعة البورصة. 	<p>بورصة لندن للمعادن LME</p>
<ul style="list-style-type: none"> يقع مقر بورصة يوربيكس في فرانكفورت بألمانيا. وتشتمل منتجاتها الرئيسة على عقود الخيار والعقود المستقبلية على السندات الألمانية. وتُعدُّ عقود السندات الألمانية الطويلة الأجل (Bunds) الأشهر بينها. كما تتولّى التداول في المنتجات المرتبطة بالمؤشرات لعددٍ من الأسواق الأوروبية. 	<p>بورصة يوربيكس Eurex</p>

٣-٦ أسواق السلع المادية

يوجد عددٌ من أسواق السلع المختلفة، تتميز من بعضها بعضاً بالسلعة التي تتداول في السوق. ومن أبرز أسواق السلع:

- أسواق المنتجات الزراعية
- أسواق 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.

<ul style="list-style-type: none"> • ينتج العالم عدداً كبيراً من المعادن التي يجري تكريرها لاحقاً لاستخدامها في مجموعة كبيرة ومتنوعة من المنتجات والعمليات. • على غرار أسعار السلع الأخرى كلها، تتأثر أسعار المعادن بالعرض والطلب. • من العوامل التي تُؤثّر في العرض: توفر المواد الخام، وتكاليف الاستخراج والإنتاج. • ينشأ الطلب من مستخدمي السلعة، كالطلب على المعادن في اقتصادات الدول التي تسير بسرعة نحو التصنيع كما في الهند والصين. وينشأ الطلب أيضاً من المستثمرين مثل صناديق التحوط التي قد تشتري عقوداً مستقبلية على المعادن متوقعَةً أن يتزايد 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. 	<p>المعادن الأساسية والتمينة</p>
---	---

أسواق الطاقة

- تشمل سوق الطاقة على كلٍّ من سوق النفط الخام (وغيره من المنتجات القائمة على النفط الخام مثل البترول)، وسوق الغاز الطبيعي، وسوق الفحم.
- تتضمن سوق النفط، إذن، كلاً من النفط الخام و"المكونات" المختلفة الناتجة عن عملية التكرير، مثل النفط والبتون والكبروسين والبنزين وزيت/غاز التدفئة. يُصنّف النفط الخام وفق ثلاثة عوامل أساسية:
 - حقل المنشأ: مثل خام برنت، أو خام غرب تكساس الوسيط، أو خام دبي.
 - الكثافة: يُعدّ النفط الخام "خفيفاً" إذا كانت كثافته منخفضة، أو "ثقيلاً" إذا كانت كثافته عالية.
 - محتوى النفط من الكبريت: يُوصف النفط الخام بأنه "حلو" إذا كان محتواه من الكبريت منخفضاً، وبأنه "حامض" إذا كان يحتوي على نسبة عالية من الكبريت.
- يرتبط الطلب على النفط والغاز في الأساس بمستويات الاستهلاك، التي تتوقف بدورها على احتياجات الطاقة، من الصناعات التحويلية والنقل مثلاً. تُعدّ هذه السلع من الموارد المحدودة، وتستطيع الدول التي لديها فائض من احتياطات النفط والغاز تصديرها إلى الدول التي لا تملك كميات كافية من النفط والغاز لتلبية احتياجاتها. وتعتمد الدول المنتجة للنفط الأعضاء في منظمة الدول المصدّرة للنفط (أوبك) إلى خفض إنتاجها من النفط بانتظام لكي تبقى أسعاره مرتفعة أو لرفع الأسعار.

7- الاستثمار في أسواق المشتقات المالية

هدف التعلّم

2-5-6 معرفة مزايا الاستثمار في أسواق المشتقات والسلع وعيوبه المحتملة

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

المزايا

- يمكّن هذا النوع من الاستثمار منتجي السلع ومستهلكيها من الاتفاق على سعر السلعة في الوقت الحاضر على أن يتمّ التسليم بتاريخ تسليم مستقبلي، الأمر الذي يزيل عامل قلّة اليقين في ما يتعلّق بسعر المنتج للبائع ومخاطر نقص الإمداد للمستهلك.
- يمكّن المستثمرين ومدراء المحافظ الاستثمارية من التحوط ضدّ (الحدّ من) المخاطر التي تتعرّض لها المحافظ الاستثمارية عادةً.
- يمكّن شركات الاستثمار من التحوط ضد المخاطر المرتبطة بمحفظة استثمارية معيّنة أو سهم فردي.
- تتيح إمكانية المضاربة على مجموعة كبيرة من الأصول والأسواق بناءً على توقّعات تحركات الأسعار بالاستفادة من قدرة المشتقات المالية على زيادة نسبة الرفع المالي (gearing) من خلال التعزيز بالافتراض.

العيوب والمخاطر

- من الممكن أن يترتّب عن بعض أنواع الاستثمار في المشتقات خسارة المستثمر لمبلغ أكبر من استثماره الأولي، وتؤدّي في بعض الأحيان إلى تكبّد خسائر لا حدود لها.
- تنشط أسواق المشتقات إثر تقلّبات الأسعار، ما يشير إلى ضرورة توفر 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.

أَسْئَلَة نِهَائِيَة الفِصْل

أَجِبْ عَنِ الأَسْئَلَة الآتِيَة وَتَحَقَّقْ مِنْ صِحَّة الأَجْوِبَة بِالْعَوْدَة إِلَى القِسْم ذِي الصَّلَة:

١. ما أبرز استخدامات المشتقات المالية؟
مرجع الإجابة: القسم ١-١
٢. اذكر وجهي الاختلاف الرئيسيين بين العقد المستقبلي وعقد الخيار؟
مرجع الإجابة: القسمان ٢-٢ و ٢-٣
٣. ما المصطلح المستخدم لوصف بائع العقد المستقبلي؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-٢
٤. ماذا نسمي المستثمر الذي يُبرم عقداً لتسليم أحد الأصول خلال ثلاثة أشهر من الوقت الحاضر؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-٢
٥. ميّز بين مركز العقود الآجلة المغطى والمركز العاري.
مرجع الإجابة: القسم ٣-٢
٦. ما الاسم الذي يُطلق على بائع عقد الخيار؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-٣
٧. ما نوع عقد الخيار الذي يمنح حامله الحق في بيع أحد الأصول؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-٣
٨. ماذا نسمي السعر المدفوع للحصول على عقد الخيار، ولمن يُدفع هذا السعر؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-٣
٩. ما المقصود بعقود مبادلة أسعار الفائدة؟
مرجع الإجابة: القسم ٤
١٠. أي أنواع المشتقات المالية لا يُتداول في البورصات، أي يجري التفاوض على سعره وتداوله بشكل خاص بين أطراف المعاملة؟
مرجع الإجابة: القسمان ٤ و ٦

الفصل السابع

صناديق الاستثمار

- ١٢٣ .١ لمحة عامة عن صناديق الاستثمار
- ١٢٨ .٢ الصناديق المفتوحة
- ١٣٢ .٣ شركات الاستثمار المغلقة
- ١٣٥ .٤ صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة (ETF)
- ١٣٧ .٥ صناديق الاستثمار البديلة

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

١ - لمحة عامة عن صناديق الاستثمار

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

يحدث الاستثمار المباشر عندما يشتري المستثمر أسهماً في شركةٍ ما، كإجراء أسهم في شركة التكنولوجيا العملاقة آبل.

أما الاستثمار غير المباشر، فيحدث عندما يشتري المستثمر حصّةً في صندوق استثمارٍ مثل صندوق استثمار مشترك يستثمر 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، لذلك يفضّل كثير من المستثمرين طريقة الاستثمار غير المباشر.

هناك مجموعة متنوّعة من الصناديق التي تقوم بجمع الموارد من عددٍ كبيرٍ من المستثمرين لإتاحة فرص الاستثمار على أنواعها. وتُعرف هذه الصناديق المجمّعة معاً باسم "برامج الاستثمار الجماعي" (Collective Investment Scheme) أو "صناديق الاستثمار" أو "وسائل الاستثمار الجماعي". (يُستخدم مصطلح "برامج الاستثمار الجماعي" على المستوى الدولي، لكن 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).

من بين المصطلحات الأخرى التي سنُصادفها 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 مستثمرٍ آخر يريد بيعها. وهكذا تبقى قاعدة رأس مال الصندوق ثابتة، كما هي الحال في صناديق الاستثمار المغلقة في الولايات المتحدة الأمريكية.

يُصادف المستثمر على الأرجح مجموعةً متنوّعة من صناديق الاستثمار عالمياً. وأهم أسواق الصناديق هي:



- الولايات المتحدة هي أكبر سوق لصناديق الاستثمار في العالم بإجمالي أصول صافية بلغت ٢٦,٩٦ تريليون دولار في عام ٢٠٢١. شكلت الولايات المتحدة حوالي ٤٠٪ من سوق صناديق الاستثمار المشتركة العالمية^١. تغطي صناديق الاستثمار المشتركة الأمريكية مجموعة واسعة من فئات الأصول، مثل الأسهم والسندات والقيم السوقية والقطاعات والصناعات والأنماط. تتم إدارة الصناديق بنشاط لتحقيق عوائد قصيرة وطويلة الأجل. تضم صناديق الاستثمار الأمريكية العديد من الشركات الكبرى في مختلف الصناعات، مثل السيارات والتكنولوجيا والرعاية الصحية والإنترنت. مديرو صناديق الاستثمار الأمريكية هم الأكبر في العالم، ويشملون بلاك روك وفانغارد، اللذان يستثمران عالمياً. الولايات المتحدة هي أيضاً أكبر سوق لصناديق الاستثمار المتداولة (ETF). اعتباراً من ديسمبر ٢٠٢٣، بلغ إجمالي عدد صناديق الاستثمار المتداولة، المقيمة في الولايات المتحدة، ٣١٠٨. بلغ إجمالي الأصول الصافية لهذه الصناديق ٨,١ تريليون دولار، ومثلت ٢٤٪ من الأصول التي تديرها جميع شركات الاستثمار الأمريكية^٢.
 - تُعدّ أوروبا صاحبة ثاني أكبر سوق للصناديق بما يقارب ٣٤ تريليون دولار^٣. وغالباً ما يُطلق على الصناديق التي تتأسس في أوروبا وتُسوّق دولياً 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. وتتمتع هذه الصناديق في أوروبا بالمرونة ليتم بيعها في أي بلد في منطقة UCITS بمجرد تسجيلها في أي دولة عضو. الاستثناء هو المملكة المتحدة، حيث أصبح "جواز سفر" UCITS الشامل أكثر تعقيداً بعد خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي. وعلى عكس الولايات المتحدة، تُعدّ صناديق الدين/السندات مفضّلة أكثر من صناديق الأسهم في المنطقة. كما يُنظر إلى العلامة التجارية ل UCITS على أنها مقياس للجودة يجعلها مقبولة للبيع في العديد من دول الشرق الأوسط وآسيا. وتُعدّ لوكسمبورغ المركز الأوروبي الرئيس لتأسيس الصناديق المُعدّة للتسويق الدولي، 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).
 - يُعدّ سوق الصناديق في منطقة آسيا والمحيط الهادئ (APAC) من بين الأسرع نموّاً عالمياً، مع انتقال المنطقة من الاعتماد على الصناديق الدولية المستوردة إلى قيام البلدان ببناء أسواقها المحلية الخاصة بالصناديق. إلا أنّ التباطؤ في الصناديق المتركزة على الصين قد أثر في المنطقة ككل.
 - ومن المراكز الأخرى الشائعة لتأسيس صناديق الاستثمار المُسوّقة عالمياً الأسواق الخارجية مثل جزر كايمان، وبرمودا، وجزيرة مان، وجزر القنال، بالإضافة إلى المملكة المتحدة وإيرلندا، حيث يُرجّح أن يكون الهيكل القانوني إما شركة استثمار ذات رأس مال متغير (OEIC) أو صندوق وحدات (Unit Trust).
- يُمكن أن ندرك مدى الانتشار الواسع لصناديق الاستثمار وأهميتها دولياً بالنظر إلى الصناديق المُرخّصة للاستثمار في البحرين، التي لديها المجموعة الأوسع نطاقاً من صناديق الاستثمار المتوفرة في منطقة الخليج العربي، حيث يتجاوز عدد الصناديق المسجّلة للبيع ١,٧٠٠ صندوق. ومع أنّ مقرّ بعض هذه الصناديق يقع في البحرين، فإنّ كثيراً منها صادرٌ عن مؤسسات إدارة الصناديق الدولية، مثل شركة بلاك روك (BlackRock) وفيديليتي للاستثمارات (Fidelity) وجي بي مورغان (J.P. Morgan). وتضم صناديق سيكاف (راجع القسم ٢-٢-٢) وشركات استثمار ذات رأس مال متغيّر (Investment Companies with Variable Capital ICVCs - راجع القسم ٢-٢-٣) وصناديق وحدات استثمار مفتوحة من مجموعة من الشركات المعروفة عالمياً.

١-١ مزايا الاستثمار الجماعي

هدف التعلّم

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.

١ حجم صناعة صناديق الاستثمار المشتركة في الولايات المتحدة، المنافسون والتوقعات.

٢ سوق الصناديق المتداولة (ETF) في الولايات المتحدة: الأسئلة الشائعة | معهد شركات الاستثمار.

٣ <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/europe-mutual-fund-industry/market-size>

لجمع الاستثمارات هذا فوائد عدة، منها:

- خفض التكلفة نتيجة زيادة حجم الإنتاج (وفورات الحجم)
- تنوع الاستثمار
- الاستفادة من إدارة محترفة للاستثمارات
- الوصول إلى استثمارات في مواقع جغرافية محددة أو فئات من الأصول أو إستراتيجيات استثمارية قد لا تتوفر 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 في أثناء الأزمة المالية العالمية. لكن يمكن للمستثمر الحدّ من تعرّضه لهذه المخاطر عبر تنوع 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 التنوع 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، في استثمار 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.

أما في حال الاستثمار غير المباشر، فيضغّ المستثمر مبلغ الثلاثة آلاف دولار أمريكي كاملاً في صندوق استثمار جماعي مع ٨٠ مستثمر آخر أو أكثر، على سبيل المثال، ما يخفّف نسبة العمولة التي يُسددها مقارنةً بالاستثمار المباشر نظراً إلى تقاسم هذه التكاليف بين عدد من المستثمرين.

كما قد يستثمر صندوق الاستثمار عادةً في أسهم شركات من قطاعات متنوّعة، ما يُحقّق 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 واسعة من السندات أيضاً. وتضع بعض الصناديق حدوداً على حجم الاستثمار على هيئة ودائع مصرفية في البنوك أو المبلغ الذي يمكنهم استثماره في صناديق استثمار أخرى.

أما الدافع الرئيس الآخر لتوظيف الأموال في صناديق الاستثمار الجماعي، فيتمثّل في الاستفادة من خبرات مدير الصندوق المحترف. إذ يدير مدير الصندوق الأموال المجمعّة بعناية، ويتتبع حركة الأسواق، ويحلّلها قبل اتّخاذ قرارات البيع أو الشراء أو حتى الاحتفاظ بالاستثمارات المختلفة. فالقلّة القليلة من المستثمرين الأفراد يحظون بالوقت الكافي أو الرغبة أو المهارة اللازمة لإدارة استثماراتهم بأنفسهم بالكفاءة ذاتها.

لكنّ مديري الصناديق لا يعملون بلا مقابل طبعاً، إذ يتقاضى هؤلاء رسوماً من المستثمرين لقاء جهودهم في إدارة الاستثمارات الجماعية. وقد تُدفع هذه الرسوم عند الاشتراك في الصندوق (رسوم اشتراك أو رسوم أولية) أو عند الخروج منه (رسوم الخروج) بالإضافة إلى رسوم الإدارة السنوية. وتُستخدم هذه الرسوم لتسديد أجور مديري الصناديق وتغطية مصاريف التقنيات الإلكترونية المُستخدمة وعمليات البحث وتكاليف أنظمة التداول والتسوية وإدارة المخاطر، إلى جانب تحقيق الربح. وكذلك، ليس هناك ما يضمن أن تحقّق الإدارة المحترفة للصندوق نتائج باهرة وأن تتجنّب صناديق الاستثمار تكبّد الخسائر في حالات تدهور الأسواق. وفي الحقيقة، أظهرت الأبحاث الحديثة أنّ كثيراً من الصناديق المُدارة بالإستراتيجيات النشطة تعجز على نحو مستمرّ عن التفوق على أداء مؤشرات القياسية، الأمر الذي أثار جدلاً واسعاً بين أنصار استخدام الإستراتيجيات النشطة (الفاعلة) وأنصار إستراتيجيات الإدارة غير النشطة (غير الفاعلة) للمحافظ الاستثمارية (راجع القسم أدناه) وزاد من الضغوط على الصناديق المُدارة بالإستراتيجيات النشطة لكي تخفض أجورها.

٢-١ إستراتيجيات الاستثمار

هدف التعلّم

٢-١-٧	معرفة الفارق بين الإدارة النشطة (الفاعلة) والإدارة غير النشطة (غير الفاعلة) (للمؤشرات مثلاً)
٣-١-٧	معرفة أنواع الصناديق وكيفية تصنيفها

تتوفر مجموعة واسعة من صناديق الاستثمار التي تختلف من ناحية أهدافها الاستثمارية وإستراتيجياتها. ولكن من هذه الصناديق محفظة استثمارية يديرها مدير صندوق يسعى إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الواضحة والمحدّدة.

من الأمثلة على أهداف الصناديق: الاستثمار في أسهم الشركات البريطانية التي تمتلك القدرة على تحقيق نمو في رأس المال يفوق المتوسط والتفوق على مؤشر فوتسي (مؤشر الفاينانشال تايمز) لجميع الأسهم (FTSE All-Share). ومن الأمثلة الأخرى على أهداف الصناديق الاستثمارية: زيادة الدخل إلى الحد الأقصى أو تحقيق نمو بنسب ثابتة في كل من رأس المال والدخل.

في كل واحدة من هذه الحالات، يجري أيضاً توضيح نوع الاستثمار الذي سيستثمر فيه مدير الصندوق: الأسهم أو السندات أو العقارات أو النقد أو أدوات سوق النقد أو كل ما سبق، وما إذا كانت المشتقات سوف تُستخدَم للتحوُّط ضد مخاطر تغيّر سعر الصرف ومخاطر السوق الأخرى.

لا بُد أيضاً من فهم إستراتيجية 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 (السلبية) ربط الصندوق بالمؤشرات

يبرز مصطلح ربط الصندوق بالمؤشرات، المعروف بالإدارة غير النشطة (السلبية) في صناديق الاستثمار التي توصف بأنها تتعقّب المؤشرات. ويتمثل ربط الصندوق بالمؤشرات [بالإنجليزية: Index-tracking أو Indexation] في بناء المحفظة الاستثمارية بحيث تتعقّب، أو تحاكي، أداء مؤشر معروف من مؤشرات الأسهم. وتعدّ الصناديق المرتبطة بالمؤشرات من المجالات الأسرع نمواً على الإطلاق في عالم الاستثمار.

تفترض الإدارة غير النشطة (السلبية) للصناديق أن تسعير الأسهم في الأسواق المالية يتميّز بالكفاءة، أي أن أسعار الأسهم تعكس قيمتها الحقيقية، فلا يمكن للمدير التفوّق على الأداء الاستثماري للمؤشر. ومن هنا، لا يحاول مدير الصندوق توقّع الأحداث المستقبلية أو التفوّق على الأداء الشامل للسوق.

وتشمل مزايا الإدارة غير النشطة (السلبية) ما يلي:

- قلماً يتفوّق أداء مدراء الصناديق النشطة على أداء المؤشرات القياسية بانتظام وعلى نحو مستمر.
- للصناديق الاستثمارية المُدارة على نحو غير فعال تكاليف إدارية أقل مقارنةً بتلك المُدارة بفعالية بسبب الحاجة إلى عددٍ أقل من المُوظّفين لإدارتها وانخفاض معدل دوران محافظها الاستثمارية.

أما عيوبها فتشمل الآتي:

- يتأثر أداء الصندوق بالحاجة إلى إدارة التدفقات النقدية وإعادة التوازن إلى المحفظة لمجاراة التغيّرات في ترجيحات مكوّنات المؤشر وتعديل المحفظة الاستثمارية بالتزامن مع إضافة أسهم جديدة إلى المؤشر أو إخراج أسهم منه. وقد تنجم عن ذلك أخطاء في تعقّب المؤشر إذا كان أداء المحفظة لا يُطابق أداء المؤشر المرتبطة به.
- تفترض معظم المؤشرات أن توزيعات أرباح الأسهم المكوّنة للمؤشر يعاد استثمارها مباشرةً في تاريخ الإعلان عن توزيعات أرباح الأسهم نفسه (Ex-dividend date). غير أن صندوق الاستثمار غير النشط لا يستطيع إعادة استثمارها لحين استلامها، أي لمدة قد تصل إلى ستة أسابيع منذ الإعلان عنها.
- قد لا تُحقّق المحافظ المرتبطة بالمؤشرات أهداف المستثمر كافة.
- قد تنخفض المحافظ المرتبطة بالمؤشرات توازياً مع انخفاض المؤشر في الأسواق الهابطة (أسواق الدبّة).

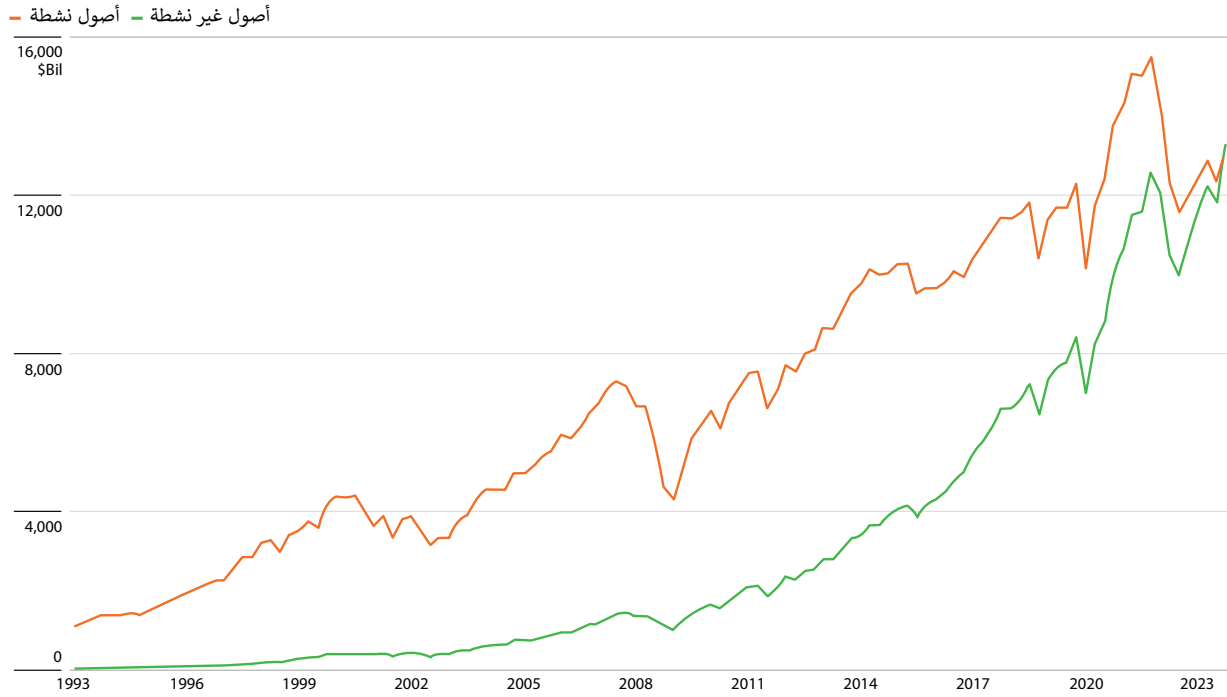
٢-٢-١ الإدارة النشطة

على نقيض سياسة الإدارة غير النشطة (السلبية)، تسعى الإدارة النشطة للصناديق إلى التفوق على أداء مؤشرٍ ما في مدة زمنية معينة. ويتحقق ذلك بواسطة استخدام أدوات التحليل الأساس والتحليل الفني التي تساعد في توقع الأحداث المستقبلية- التي قد تؤثر على السوق عامةً أو على شركةٍ بعينها- وذلك من أجل تحديد مكونات المحفظة وتوقيت عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها. وعادةً ما تتقاضى الصناديق المُدارة إدارةً نشطة رسوماً أكبر من تلك المُدارة إدارةً سلبية. على مدار العقد الماضي، تقلصت الأصول المُدارة في الصناديق النشطة مع تزايد استخدام الإدارة السلبية. وأفادت مورنينغستار أن الصناديق سلبياً اختتمت العام ٢٠٢٣ بزيادة في الأصول لأول مرة، وأنه:

“لطالما فضلت تدفقات الأسهم الأمريكية الأدوات السلبية، وتبعثها تدفقات الأسهم الدولية وصناديق السندات، مما ساعد على تجاوز الصناديق السلبية للعقبة التي كانت أمامها”.

المصدر: رسمياً: الصناديق السلبية تتفوق على الصناديق النشطة | مورنينغستار

وقد أثر هذا الاتجاه على: عدد المديرين النشطين الذين ما زالوا يستثمرون، والبحوث التي أجريت على الأصول، والقطاعات وفئات الأصول التي لا يزال المديرون النشطون يعملون فيها، مع تحول بعض القطاعات إلى قطاعات منهجية إلى حد كبير، مثل الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة في الولايات المتحدة (على سبيل المثال، مؤشر S&P500).



وفي سياق الإدارة النشطة، نجد أنه من أكثر المصطلحات شيوعاً: التحليل التنازلي (من القمة إلى القاعدة أو من العام إلى الخاص)، ويعني تركيز المدير على الاتجاهات السائدة في الاقتصاد عموماً وفي قطاع الاستثمار بدلاً من توقعات آفاق شركات معينة؛ والتحليل التصاعدي (من القاعدة إلى القمة أو من الخاص إلى العام)، ويعني التركيز على تحليل صافي أصول شركة ما وقدرتها على تحقيق الربح في المستقبل وتدفعها النقدي وغير ذلك من المؤشرات الخاصة بالشركة.

ويشمل التحليل التصاعدي مجموعة متنوعة من إستراتيجيات الاستثمار، نذكر منها:

- الاستثمار في الأسهم ذات فرص النمو الجيدة (استثمار النمو): اختيار أسهم الشركات التي تتهياً لها في الحاضر فرص تحقيق نمو كبير على المدى البعيد.
- الاستثمار في الأسهم التي تتفاوت قيمتها السوقية وقيمتها الحقيقية (استثمار القيمة): اختيار أسهم الشركات التي تُقدَّر بأقل من قيمتها قياساً بأرباحها الحالية والمستقبلية وتدفعاتها النقدية.
- الاستثمار بالاتجاه السائد: اختيار الأسهم التي تشهد أسعارها ارتفاعاً في الوقت الحاضر مع توقع استمرار هذا الارتفاع.
- الاستثمار بعكس الاتجاه السائد في السوق: الوجه الآخر للاستثمار بالاتجاه السائد، وينطوي على اختيار الأسهم غير المرغوب فيها التي لم تحقق قيمتها العادلة.

هناك أيضاً مجموعة متنوعة من الإستراتيجيات التي يستخدمها مدراء صناديق التحوُّط (سننتطرق إلى شرح صناديق التحوُّط في القسم ٥).

٣-٢-١ الجمع بين الإدارة النشطة والإدارة غير النشطة

بعد الاطلاع على إستراتيجيات كل من الإدارة النشطة وغير النشطة، تجدر ملاحظة أن أتباع إحداهما لا يعني بالضرورة تجنب الأخرى تماماً، بل إن الجمع بينهما له بعض المزايا. ويبدو هذا أمراً بديهياً، نظراً إلى أن الإدارة النشطة لا تتفوق على المؤشرات بشكل متواصل إلا في بعض القطاعات المحددة، في حين أن الاستثمار السلبي غالباً ما يكون مقيّداً بتطور المؤشرات المرجعية، ويبدو أنه يعمل بكفاءة في عدد مركز نسبياً من فئات الأصول والقطاعات.

لا مانع من الدمج بين إستراتيجيات الإدارة النشطة وربط الصندوق بالمؤشرات، ويُطلق على الإستراتيجية في هذه الحالة مصطلح الإدارة المختلطة أو "إستراتيجية المركز-التابع" (core-satellite). وتعمل هذه الإستراتيجية على النحو الآتي: يُدار ٧٠٪ أو ٨٠٪ من قيمة المحفظة بواسطة تعقب مؤشرٍ ما للحدّ من مخاطر التقصير في الأداء، ويُدعى هذا الجزء من المحفظة بالأساس أو المركز. ثم يتم صقل أداء هذا "المركز" بدقة عبر الاستثمار في مجموعة مُتنوّعة من الأوراق الماليّة الفردية أو الصناديق التي تُدار بالإستراتيجية النشطة، ويُسمّى هذا الجزء الصّغير من الصندوق بالـ"عُنصر" التابع.

يستطيع المدير بدلاً من ذلك استخدام صناديق بيتا الذكية (الصناديق المنهجية). وهي إستراتيجيات يمكن أن تجمع بين عناصر كلٍّ من إستراتيجيات الاستثمار غير النشط والنشط والتبسيط التقليدية من خلال تطبيق قواعد وتعديلات على المؤشرات التقليدية لتحقيق عوائد أفضل، ومعالجة تحيزات المستثمرين، وتقليل المخاطر، أو استغلال أوجه القصور الملحوظة أو المتصورة في السوق. على سبيل المثال، قد تسعى صناديق بيتا إلى التفوّق على أداء إستراتيجيات الإدارة غير النشطة (السلبية) التقليدية بواسطة تطبيق الأفكار الاستثمارية التي تنشئ القيمة، مثل العثور على صفقات رابحة (القيمة) أو أتباع اتجاه سائد في السوق أو البحث عن الاستثمارات الآمنة (حدّ أدنى من المخاطر).

٣-١ تصنيف صناديق الاستثمار

يتضمن تصنيف الصناديق عموماً جمع الصناديق ذات الأهداف المتشابهة. ولا يقتصر على تمكين المستثمرين من مطابقة أهدافهم مع الصناديق الاستثمارية التي تلي تلك الأهداف، بل يسمح أيضاً للمستثمرين بمقارنة الصناديق التي لها أهداف مماثلة. ويتم تصنيف معظم صناديق الاستثمار على نطاق واسع للتمييز ما بين الصناديق المصممة لتوفير "الدخل" والصناديق الأخرى المصممة لتوفير "النمو". وبالنسبة إلى الصناديق التي لا تندرج ضمن هاتين 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 المصنف.

٢- الصناديق المفتوحة

هدف التعلّم

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.

إذا رغب المستثمر في الاستثمار 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 التقدم بطلب إلى إدارة الصندوق أيضاً، التي ستتولّى استرداد الوحدات ودفع قيمتها للمستثمر وفقاً لنسبة موجوداته من المحفظة المُدارة.

يمكن، إذن، أن يتوسّع حجم الصندوق المفتوح ويتقلص بناءً على طلب المستثمرين. ولهذا السبب سُمّي بالصندوق المفتوح.

١-٢ صناديق الاستثمار المفتوحة الأمريكية

كما أشرنا سابقاً، تعدّ الولايات المتحدة أكبر سوق للصناديق. 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.

الفارق الأساس 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 المُدازة) 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 وشراؤها 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.

يعتمد السعر الذي يدفعه أحد المستثمرين لقاء شراء الوحدات، أو يحصل عليه عند استردادها، على صافي قيمة المحفظة المُدازة، حيث يقيّم صندوق الاستثمار المشترك محفظته يومياً بغرض تحديد قيمة استثماراته، ويحدّد على هذا الأساس السعر الذي سيتداول به المستثمرون. ويمكن الحصول على صافي قيمة الأصول من الصندوق ومن موقعه على الإنترنت والصفحات المالية في الصحف الرئيسية.

عندما يشتري أحد المستثمرين وحدات في الصندوق، فإنّه يدفع مبلغاً يعادل صافي قيمة الأصول الحالية لكلّ وحدة بالإضافة إلى أي رسوم يفرضها الصندوق. أما عندما يبيع وحداته، فيدفع له الصندوق مبلغاً يعادل صافي قيمة الأصول مطروحاً منه أي تكاليف يتكبّدها الصندوق لاسترداد الوحدات. ويجب التنويه إلى أن الصناديق المشتركة كلها يمكن أن تسترد وحدات المستثمر أو تعيد شراءها في أي يوم عمل، ويجب على الصندوق إرسال الدفعة المالية خلال سبعة أيام.

يشتمل 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 يوضّح في مُقدمة نشرة الاكتتاب الخاصة بالصندوق.

تختلف الصّرائب المفروضة على صناديق الاستثمار الأمريكية باختلاف نوع الصندوق. فعلى سبيل المثال، تُصنّف بعض الصناديق على أنّها مُعفاة من الضرائب، مثل صناديق سندات الحكومات المحلية، حيث تُعفى توزيعات أرباح الوحدات كافة من ضريبة الدخل الفدرالية بل والمحلية أيضاً في بعض الأحيان. غير أنّه يجب سداد الضريبة على أي أرباح رأسمالية.

أما بالنسبة إلى صناديق الاستثمار المشترك الأخرى، فهناك ضريبة دخل مستحقة على توزيعات أرباح الوحدات وأيّ 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 يُقابل به أي خسارة.

وفي ضوء الضرائب المفروضة على المستثمرين في صناديق الاستثمار المشترك من غير المقيمين في الولايات المتحدة الأمريكية، غالباً ما تكون صناديق الاستثمار التي تتخذ من أوروبا أو أي مكانٍ آخر في العالم مقراً لها أفضل لهم من الناحية العملية.

٢-٢ الصناديق المفتوحة الأوروبية

توجد في أوروبا - ثاني أكبر سوق لصناديق الاستثمار في العالم - ثلاثة أنواع رئيسة من صناديق الاستثمار: صناديق سيكاف (SICAV) وصناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة وشركات الاستثمار المفتوحة (OEIC).

وكما أشرنا في القسم ١ من هذا الفصل، يستخدم معظم هذه الصناديق هيكل صناديق تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل (UCITS). ويشير هذا المصطلح إلى سلسلة من التشريعات التي وضعها الاتحاد الأوروبي في الأصل لتيسير الترويج للصناديق بين المستثمرين الأفراد عبر أرجاء القارة الأوروبية. لذلك تمثل صناديق تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل تمتثل للمتطلبات الواردة في هذه التوجيهات، بغض النظر عن البلد الأوروبي الذي نشأت فيه.

صدرت هذه التوجيهات بهدف ابتكار هيكل لمبيعات صناديق الاستثمار العابرة للحدود في أنحاء الاتحاد الأوروبي كافة. وبذلك فإنها توفر الفرصة لبيع صندوق الاستثمار عبر أنحاء الاتحاد كله، مع التقيد بالقوانين التي تفرضها السلطات التنظيمية في البلد الذي يوجد فيه.

لذلك يجب الانتباه إلى نقطة مهمة هنا، هي أنه عندما يسعى صندوق الاستثمار أولاً للحصول على ترخيص من الهيئات التنظيمية، فإنه سوف يسعى للحصول على ترخيص بوصفه من صناديق تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل (UCITS). فعلى سبيل المثال، بدلاً من أن يتم ترخيص أحد صناديق الاستثمار من قبل الهيئات التنظيمية في لوكسمبورغ واقتصار التسويق بين عامة المستثمرين على لوكسمبورغ وحدها، فإن حصوله على ترخيص بوصفه من صناديق تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل يعني أنه يصبح قابلاً للتسويق والتداول عبر كافة دول الاتحاد الأوروبي.

في حين أنّ التشريعات المتعلقة بصناديق تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل لا تنطبق مباشرة على الصناديق خارج حدود الاتحاد الأوروبي، تعترف بها دول أخرى، مثل سويسرا وهونغ كونغ، عندما ترغب الصناديق في الحصول على ترخيص للبيع ضمن حدود تلك الدول. وينظر كثير من بلدان العالم إلى هذا النوع من الصناديق على أنها بمثابة علامة تجارية تدلّ على جودة آلية إدارة الصندوق وحسن ضبطه وإشراف السلطات التنظيمية عليه.

١-٢-٢ صناديق سيكاف وصناديق إف سي بي (FCPS)

كما ذكرنا في القسم 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 في أوروبا فحسب بل في الشرق الأوسط وآسيا كذلك.

وتُعدّ صناديق سيكاف (SICAV) - الشركات الاستثمارية ذات رأس المال المتغير، أو بعبارة أخرى شركات الاستثمار المفتوحة - النوع الرئيس من صناديق الاستثمار المفتوحة. وتتميز بالخصائص الرئيسة الآتية:

- هي عبارة عن صناديق مفتوحة، فيمكن إضافة وحدات جديدة أو إخراج الوحدات من الصندوق تلبيةً لطلب المستثمرين.
- تحصل المعاملات مباشرةً مع مجموعة إدارة الصندوق أو عن طريق شبكة الوكلاء الخاصة بها.
- تُقيّم محفظة الصندوق يومياً، ويرتبط سعر بيع الوحدات وشرائها مباشرةً بصافي قيمة أصول المحفظة المُدارة.
- تُسعر بأسعارٍ أحادية، 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 كل صندوق يشتمل على عدة صناديق أخرى تعمل تحت مظلة كيان قانوني واحد. وعادةً ما يعني هذا أنه يمكن إجراء عمليات التحويل من صندوقٍ إلى آخر برسمٍ مُحفّضٍ أو من دون أي رسوم على الإطلاق.
- يأخذ هيكلها القانوني صيغة شركة مقرها في لوكسمبورغ. ومع أنّ الجوانب الرئيسة لإدارة الصندوق يجب أن تتم في لوكسمبورغ أيضاً، إلا أن إدارة الاستثمار تحدث غالباً في لندن أو إحدى العواصم الأوروبية الأخرى.

أما النوع الرئيس الآخر للصناديق في أوروبا فهو صناديق إف سي بي (Fonds Commun de Placement) [حرفياً: صناديق الاستثمار المُشترك]. فعلى غرار صناديق الوحدات المفتوحة التي سنتناولها بمزيدٍ من التفصيل لاحقاً، ليس لهذه الصناديق كياناً قانونياً، بل يعتمد هيكلها بدلاً من ذلك على عقدٍ يُبرم بين مدير الصندوق والمستثمرين. وينصّ العقد على إدارة الصندوق على أساسٍ مُجمّع.

ونظراً إلى أنّ 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 ينشأ على أنه صندوق يكون فيه أمين الصندوق بمثابة المالك القانوني للأصول محل التعاقد، في حين يتمتع ملاك الوحدات بحق الانتفاع من الصندوق.

على غرار الأنواع الأخرى من صناديق الاستثمار المفتوحة، يمكن أن ينمو الصندوق عندما يزداد عدد المستثمرين فيه. وقد يتقلص حجمه عند بيع المُستثمرين 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.

تبرز الفروق الرئيسية بين صناديق الوحدات المفتوحة وصناديق الاستثمار المفتوحة التي درسناها قبل قليل في الأطراف المعنوية بالصندوق وكيفية تسعير وحدات الصندوق.

الطرفان الأساسيان في صناديق الوحدات المفتوحة هما مدير الصندوق وأمين الصندوق:

- يبرز دور مدير صندوق الوحدات المفتوح في اتخاذ القرارات في شأن أي من الاستثمارات ستُضاف إلى الصندوق على نحو يتماشى مع قواعد الصندوق واللوائح القانونية التنظيمية. وبذلك يُقرّر 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 لوحدهم للصندوق 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 من خلال 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 اثباتها على أصولهم، وغالباً ما تكون هذه المنظمات عبارةً عن مصارف ضخمة أو شركات تأمين.

على غرار صناديق الاستثمار الأخرى، يتوقّف السعر الذي يدفعه المستثمر للاشتراك في صندوق الوحدات المفتوح، أو يحصل عليه عند بيع حصّته، على صافي قيمة أصول المحفظة المُدارة. لكنّ تسعير الوحدات عموماً في صناديق الوحدات المفتوحة يحصل على أساس التسعير الثنائي بدلاً من التسعير الأحادي المُعتمد في صناديق سيكاف.

- يجري تحديد قيمة المحفظة المُدارة في صناديق الوحدات المفتوحة يومياً بحسب سعري العرض والطلب للاستثمارات المكوّنة للمحفظة الاستثمارية.
- تنتج عن ذلك قيمتان لصافي أصول المحفظة: تمثّل الأولى القيمة التي يمكن أن تباع عندها استثمارات المحفظة، بينما تُمثّل الأخرى تكلفة الشراء.
- تُستخدَم هاتان القيمتان بعد ذلك لحساب سعريين منفصلين: الأول سعر بيع المستثمرين لوحدهم، والآخر السعر الذي يدفعه المستثمرون لشراء الوحدات.

لهذا 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].

تضيف صناديق الوحدات المفتوحة أي رسوم أولية مفروضة على الراغبين في الاشتراك في الصندوق إلى سعر العرض المعلن عنه.

٣-٢-٢ شركات الاستثمار المفتوحة (OEICs)

تُعدّ شركات الاستثمار المفتوحة نموذجاً آخر لصناديق الاستثمار في أوروبا، وتمثّل صيغةً من صيغ شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغيّر التي تُصمّم في هيكل شركةٍ ويحمل المستثمرون أسهماً فيها.

يُستخدَم مصطلح صناديق الاستثمار المفتوحة على نطاق واسع في المملكة المتحدة، بينما يُستخدم لوصفها في أيرلندا مصطلح variable capital company (VCC) [حرفياً: شركة برأس مال متغيّر]، ولها هيكل مشابهة لصناديق سيكاف، كما تشبه صناديق سيكاف وصناديق الوحدات المفتوحة من ناحية السماح للمستثمرين الراغبين في البيع والشراء بالتعامل مباشرةً مع الصندوق.

تتمثل 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 تُعدّ المالك القانوني لاستثمارات الصندوق، بينما تُعدّ شركة الاستثمار المفتوحة نفسها المالك المستفيد من الاستثمار، وليس ملاك الوحدات.

أما القائم على سجل ملاك الوحدات فهو مدير الشركة المفوض.

يحق لشركات الاستثمار المفتوحة الاختيار بين أن تكون أحادية أو ثنائية التسعير، لكنّ معظمها يختار التسعير الأحادي. والمقصود بالتسعير الأحادي هنا استخدام متوسط أسعار الأصول المكوّنة للمحفظة الاستثمارية في السوق بغرض الوصول إلى سعرٍ واحدٍ يستخدمه المستثمرون للبيع والشراء على السواء. ويفضل استخدام طريقة التسعير هذه، لا تتوفر للصندوق إمكانية تحصيل نفقات التداول والعمولات، لذلك تُحدّد قيمة هذه النفقات على نحوٍ منفصل لكلّ معاملة على حدة. كما تجدر الإشارة إلى أن الصندوق يتقاضى رسم الاشتراك الأولي على نحوٍ منفصل عند المقارنة بين التسعير الأحادي والتسعير الثنائي.

٣- شركات الاستثمار المغلقة

هدف التعلّم

١-٣-٧	معرفة خصائص شركات الاستثمار المغلقة (ذات رأس المال الثابت): فئات الأسهم، والرفع المالي، وصناديق الاستثمار 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 وتُتداول هذه الأسهم بعد ذلك في سوق للأوراق المالية. فإذا أراد المستثمرون لاحقاً شراء الأسهم، يمكنهم شراء الأسهم المعروضة للبيع في السوق.

وهكذا يبقى رأس مال الصندوق ثابتاً، فلا يزداد حجمه ولا يتقلص كما يحدث في صناديق الاستثمار المفتوحة. ولهذا السبب، يُشار إلى هذه الصناديق على أنّها صناديق مغلقة بغرض تمييزها عن صناديق الاستثمار المشترك وصناديق سيكاف وصناديق الوحدات المفتوحة وشركات الاستثمار المفتوحة.

١-٣ خصائص شركات الاستثمار المغلقة

توجد شركات الاستثمار المغلقة في كلّ من الولايات المتّحدة الأمريكية وأوروبا.

١-١-٣ 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 القسم ١-٢) وصناديق الوحدات الاستثمارية المغلقة.

تأتي الصناديق المغلقة في أشكال عدّة وقد تكون لها أهداف وإستراتيجيات استثمار مختلفة ومحافظ استثمارية مُتنوّعة. كما يمكن أن تختلف من حيث المخاطر والرسوم والتغيرات في قيمة صافي أصول الصندوق. ويُسمَح لهذه الصناديق بالاستثمار في كميات أكبر من الأوراق الماليّة غير السائلة مقارنةً بصناديق الاستثمار المشترك (الورقة الماليّة 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 الرئيس الآخر لشركات الاستثمار الأمريكيّة فهو صناديق الوحدات المغلقة (Unit Investment Trust UITs)، التي لا تُتداول 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 المحدّدة- وتحتفظ بها طوال عمر الصندوق من دون أي تغيير أو مع تغييرٍ طفيف فحسب.

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 مرّة أخرى إلى القائمين على الصندوق، كما تسمح لمستثمرين آخرين شراء الوحدات من إدارة الصندوق.

٢-١-٣ 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 أنشئت. فقد أُسسَ أول صندوق منها في المملكة المتّحدة في ستينيات القرن التاسع عشر. وفي الحقيقة لا يزال هذا الصندوق قائماً حتى يومنا هذا، ويُطلَق عليه اسم صندوق الاستثمارات الأجنبية والاستعمارية، ويُعدّ هذا الصندوق عالمياً حيث يستثمر في أكثر من ٣٠ سوقاً ويبلغ حجم استثماراته المُدارة ملياري جنيه إسترليني.

على الرغم من تسمية هذه الصناديق على هذا النحو، فإنها 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.

تشتملُ بعض شركات الاستثمار المغلقة على أكثر من نوعٍ واحدٍ من الأسهم. فقد تُصدر مثلاً الأسهم العادية والأسهم الممتازة، ويُشار إلى هذا النوع منها عموماً بـ "صناديق الاستثمار ذات رأس المال المجزأ".

بخلاف شركات الاستثمار المفتوحة وصناديق الوحدات المفتوحة، يُسمح لصناديق الاستثمار المغلقة بالافتراض الطويل الأجل بواسطة سحب القروض المصرفية أو إصدار السندات أو كليهما. وهذا يُمكنها من استثمار الأموال المقترضة لشراء مزيدٍ من الأوراق الماليّة والأسهم، وهي عملية تُعرف باسم الرفع المالي أو الرافعة المالية. ولبعض صناديق الاستثمار هذه أجلٌ مُحدّد 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. 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 من دون أرباح. وكما يوحي الاسم، لا تحقق الأسهم الممتازة من دون أرباح أي 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.

لذلك، 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 إلى سعر وحدة شركة الاستثمار المغلقة، لأنّ قيمتها قد تختلف عن قيمة الاستثمارات المُكوّنة للمحفظة، إذ يجري تقييم المحفظة يومياً وتُعطى التفاصيل المتعلقة بصافي قيمة أصولها يومياً لسوق الأوراق المالية التي أدرجت الشركة فيها. لكنّ سعر الوحدات المتداولة يُحدّد على أساس العرض والطلب، وقد يكون أعلى أو أدنى من صافي قيمة الأصول.

يُشار إلى التداول الحاصل بسعر أعلى من صافي قيمة الأصول بمصطلح التداول بعلاوة. أما إذا كان سعر الوحدة أقل من صافي قيمة الأصول، فيُقال إنّ الصندوق يتداول بخصم على قيمة الأصول المُدارة.

مثال

تُتداول وحدات صندوق الرائد الاستثماري المغلق بسعر ٢,٣٠ جنيه إسترليني، بينما يبلغ صافي قيمة أصوله ٢,٠٠ جنيه إسترليني لكل وحدة. نستنتج من ذلك أن الأسهم تُتداول بعلاوة، وأن هذه العلاوة تبلغ ١٥٪ من صافي قيمة الأصول المُدارة.

مثال

تُتداول وحدات صندوق الغد الاستثماري المغلق بسعر جنيه إسترليني واحد، في حين يبلغ صافي قيمة الأصول ١,٠٥ جنيه إسترليني لكل وحدة. نستنتج، إذن، أن الوحدات تُتداول بخصم قدره ٤,٧٦٪ على صافي قيمة الأصول المُدارة.

عادةً ما تُتداول وحدات صناديق الاستثمار المغلقة بخصم على صافي قيمة الأصول.

هناك عدّة عوامل تسهم في تحديد قيمة الخصم، وتختلف هذه العوامل من شركة استثمار لأخرى، كما أنّها 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 سبعينيات القرن العشرين بأن صناديق الاستثمار يمكن تداولها بخصم في حالة تقاضي المدير رسوماً. كما يوجد اقتراح مفاده أنه إذا قام مديرو 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 تمّ تحديدها بصفحتها عوامل مساهمة في الخصم هي إمكان 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 اتّخاذ قرارات إستراتيجية مهمّة مثل الاندماج أو الاستحواذ.

٤-٣ التداول في وحدات صناديق الاستثمار المغلقة

على غرار أسهم الشركات الأخرى المُدرجة في البورصة، تُباع وحدات صناديق الاستثمار المغلقة وتُشتري في أسواق الأوراق المالية مثل سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) أو سوق لندن للأوراق المالية (LSE).

٥-٣ صناديق الاستثمار العقارية المتداولة (Real Estate Investment Trusts)

تتمتع صناديق الاستثمار العقارية المتداولة أو صناديق الـريـتس (Real estate investment trusts REITs) بحضور قوي في بلدان عديدة مثل الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وأستراليا وألمانيا وكندا وفرنسا. لا تزال الولايات المتحدة أكبر سوق، لكن أسرع الأسواق نموًا هي منطقة آسيا والمحيط الهادئ. وعلى الصعيد العالمي، قُدِّر حجم سوق صناديق الـريتس بـ ٢,٦ تريليون دولار أمريكي في العام ٢٠٢٢، ومن المتوقع أن يصل إلى ٤,٢ تريليون دولار أمريكي بحلول العام ٢٠٣٢.

وتُصنَّف هذه الصناديق على أنها شركات استثمار عادية تجمع أموال المستثمرين بغرض الاستثمار في العقارات التجارية عموماً والعقارات السكنية أحياناً.

ومن الملامح الرئيسة 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 تغيَّر 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 إستراتيجيات الاستثمار العقاري المحترف، وقد تتيح لهم فرصاً جديدة للاستثمار في العقارات التجارية، ما يُنَوِّع 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. وتُصنَّف صناديق الاستثمار العقاري ضمن مجموعة صناديق الاستثمار المغلقة، وتُدْرَج في أسواق الأوراق المالية، وتُباع وحداتها وتُشترى على غرار غيرها من صناديق الاستثمار المغلقة.

٤- صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة (Exchange-Traded Funds)

هدف التعلّم

١-٤-٧ معرفة الخصائص الأساسية لصناديق المؤشرات المتداولة في البورصة: التداول؛ أساليب المحاكاة؛ التركيبية وغير التركيبية

صندوق المؤشرات المتداولة في البورصة (ETF) هو نوع من صناديق الاستثمار والمنتجات المتداولة في البورصة مع أسهم يمكن تداولها في البورصة. تُصمَّم صناديق المؤشرات المتداولة لتتبع أداء محدّد لمؤشر أو سلعة أو سند أو سلة من الأصول. يشتمل إنشاء صندوق المؤشرات المتداول وتشغيله على عديد من المساهمين وعملية إنشاء واسترداد فريدة من نوعها.

٤-١ المساهمون

المساهمون المعتمدون (APs)

المساهمون المعتمدون هم عادةً مؤسسات مالية كبيرة، مثل صناع السوق أو المستثمرين المؤسسيين، ممن لديهم تفويض بإنشاء أسهم صندوق المؤشرات المتداول أو استردادها. وهم يقومون بدور حاسم في الحفاظ على التوازن بين سعر صندوق المؤشرات المتداول في السوق وقيمة أصوله الصافية.

راعي صندوق المؤشرات المتداول (ETF sponsor)

راعي صندوق المؤشرات المتداول هو الكيان الذي ينشئ صندوق المؤشرات المتداول ويديره. والراعي مسؤول عن تصميم إستراتيجية الاستثمار وإدارة المحفظة وضمان الامتثال للمتطلبات التنظيمية. ويعمل الراعي مع مقدمي الخدمات الآخرين، مثل أمناء الحفظ والمديرين، على تسهيل عمليتي الإنشاء والاسترداد.

أمين الحفظ

أمين الحفظ مسؤول عن حفظ الأصول الأساسية لصندوق المؤشرات المتداول. وهو يضمن حفظ الأوراق المالية التي تشكل محفظة صندوق المؤشرات المتداول وإدارتها بشكل سليم.

صنّاع السوق

يعمل صنّاع السوق على تسهيل شراء أسهم صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة وبيعها. ويساعدون في الحفاظ على السيولة في السوق من خلال تحديد أسعار العرض والطلب والتداول النشط للأسهم. كما يمكن أن يكون صنّاع السوق مساهمين مرخصين أو كيانات مستقلة.

٢-٤ عملية الإنشاء والاسترداد

يعمل راعي صندوق المؤشرات المتداولة في البورصة مع المساهمين المعتمدين على إنشاء أسهم جديدة لصندوق المؤشرات المتداول في البورصة. يقدم الراعي قائمة بالأوراق المالية الأساسية التي تشكل محفظة صندوق المؤشرات المتداول في البورصة إلى المساهم المعتمد. يجمع المساهمون المعتمدون سلة الأوراق المالية ويسلمونها إلى أمين الحفظ مقابل كتلة من أسهم الصندوق المتداول في البورصة (المعروفة باسم وحدة الإنشاء). ثم تقسم وحدة الإنشاء إلى أسهم فردية لصندوق المؤشرات المتداول في البورصة وتباع في البورصة.

عملية الاسترداد هي عكس عملية الإنشاء. يمكن للمساهمين المعتمدين استرداد أسهم صندوق المؤشرات المتداول مقابل الأوراق المالية الأساسية. يقدم المساهمون المعتمدون وحدة إنشاء من أسهم صندوق المؤشرات المتداول إلى أمين الحفظ في مقابل الأوراق المالية الأساسية. ثم يقوم راعي صندوق المؤشرات المتداولة بإلغاء الأسهم المستردة، وتساعد العملية في إدارة العرض والطلب، والحفاظ على سعر صندوق الاستثمار المتداول في السوق قريباً من صافي قيمته.

تسمح عملية الإنشاء والاسترداد لصناديق المؤشرات المتداولة بالحفاظ على كفاءة الأسعار والسيولة، ما يجعلها خياراً استثمارياً جذاباً لكثير من المستثمرين.

تستخدم صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة إستراتيجية إدارة الاستثمار غير النشطة (السلبية)، 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 تُرَجَّح بالقيمة السوقية، مثل مؤشر ستاندرد آند بورز 500 (S&P) أو مؤشر فوتسي 100 (FTSE 100)، حيث يكون لأبرز الأسهم في المؤشر من حيث القيمة السوقية الأثر الأكبر على قيمة المؤشر. ويسعى الصندوق إلى تعقب المؤشر باستخدام المحاكاة إما المادية أو التركيبية.

تُعَدّ المحاكاة المادية (أو الفعلية) النموذج التقليدي لمجارة المؤشر، وهو الأسلوب المفضّل لدى كبار مزوّدي صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة وأعرقهم. وتستخدم المحاكاة المادية للمؤشر عادة إحدى الإستراتيجيات 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، ولذلك فهي تلائم فعلياً المحافظ الاستثمارية الضخمة.
٢. **المحاكاة باستخدام العيّنة الطبقيّة:** تتطلب هذه الإستراتيجية تملك عيّنة ممثّلة عن الأوراق المالية من كل قطاع من قطاعات المؤشر. وعلى الرغم من أن هذا الأسلوب يُعدّ أقلّ تكلفةً، فإن غياب التحليل الإحصائي يحدّ من موضوعيته وقد يشجّع على التحيز تجاه تلك الأسهم التي يُتوقّع أن تحقّق أداء متميزاً في المستقبل.
٣. **إستراتيجية تحقيق الحد الأمثل:** يُعدّ هذا الأسلوب أقلّ تكلفةً من أسلوب المحاكاة الكاملة للمؤشر، لكنه 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 تخلّف الطرف الآخر في عقد المبادلة عن الوفاء بالتزاماته.

قد تُتداول صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة بعلاوةٍ أو بخصمٍ على الاستثمارات المُكوّنة لمحفظة الاستثمارية، لكنّ الفارق محدود عادةً. فسعر الأُسهم المُكوّنة للصندوق يعكس جوهرياً قيمة الاستثمارات في المحفظة. تتمتع صناديق المؤشرات المتداولة بألية تحكيم متّصلة تساعد في الحفاظ على سعر السهم متوافقاً مع القيمة الصافية للأصول. يمكن للمساهمين المعتمدين إنشاء أسهم صناديق المؤشرات المتداولة أو استردادها بناءً على الطلب في السوق. عندما ينحرف سعر سوق صناديق المؤشرات المتداولة عن القيمة الصافية للأصول، يكون لدى المشاركين المفوضين حافز إما لشراء الأوراق المالية الأساسية واستبدالها بأسهم صناديق المؤشرات المتداولة (إذا كان صندوق المؤشرات المتداولة يتداول بعلاوة). يساعد نشاط التحكيم المستمر هذا في محاذاة سعر سهم صندوق المؤشرات المتداول مع قيمة أصوله الأساسية.

يستلم المستثمر الأرباح على هيئة توزيعات أرباح يدفعها صندوق الاستثمار، مع إمكان تحقيق خسائر أو أرباح رأسمالية.

يحصل تداول أسهم صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة من طريق وسيط في أسواق الأسهم، ويستلزم دفع الرسوم الآتية:

- فارق بين سعري البيع والشراء. وعادةً ما يكون هذا الفارق صغيراً جداً، لا يتجاوز ٠,١ أو ٠,٢ ٪ في صندوق المؤشرات المتداول الذي يتعقب مؤشر فوتسي ١٠٠ مثلاً.
- رسم إدارة سنوي يُحسَم من الصندوق، ولا يتجاوز عادةً ٠,٥ ٪.
- عمولة وساطة يدفعها المستثمرون عند البيع والشراء.

٥- صناديق الاستثمار البديلة (Alternative Investment Funds)

١-٥ صناديق التحوُّط

هدف التعلّم

١-٥-١ معرفة الخصائص الأساسية لصناديق التحوُّط: المخاطر المحتملة؛ التكلفة والسيولة؛ إستراتيجيات الاستثمار

تشتهر صناديق التحوُّط بارتفاع مستوى مخاطرتها، لكنّ 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 بإستراتيجيات مختلفة: بعضها يعزف عن المخاطرة وبعضها الآخر يُوظف إستراتيجيات عالية المخاطرة. لذلك كان من غير الحكمة إطلاق الأحكام وتعميمها على هذه الصناديق كافة.

تتمثّل أبرز مخاطر السوق بالمخاطر التي يواجهها المستثمرون في الأسهم: فمع هبوط الأسعار في السوق عموماً، تنخفض قيمة أسهم المستثمر أيضاً. تسعى صناديق التحوُّط التقليدية ذات "العائد المُطلق" إلى تحقيق الربح بصرف النظر عما إذا كانت الأسواق تتخذ مساراً صاعداً أو هابطاً، وذلك من طريق الانتقاء الحذر لمجموعةٍ من فئات الأصول بما فيها المشتقات المالية، وممارسة عمليات البيع والشراء على المكشوف في آن معاً (بيع الأسهم التي لا يملكها الصندوق على أمل شرائها من جديد بسعرٍ أدنى عند انخفاض السعر في السوق).

لكن بفضل الابتكارات الحديثة، نتجت مجموعة كبيرة من الإستراتيجيات المعقّدة في صناديق التحوُّط، يركّز بعضها على تحقيق عوائد معزّزة بالاقتران (تستخدم درجة عالية من الرفع المالي) أكثر مما يركّز على الحدّ من مخاطر السوق.

يتطلب عديد من صناديق التحوُّط مستويات مرتفعة من الاستثمار الأولي، ما يعني أن الاستثمار في تلك الصناديق يقتصر على المؤسسات والمستثمرين ذوي الأرصدة المالية الكبيرة.

تتضمن صناديق التحوط بالخصائص العامة الآتية:

- **الهيكل:** تنشأ معظم صناديق التحوط على هيئة صناديق استثمار جماعية غير مُرخصة، ولذلك لا تخضع لقوانين تنظيمية محددة. ونتيجة لهذا، لا يمكن تداولها بين المستثمرين الأفراد لأنها تُعدّ استثمارات محفوفة بالمخاطر بالنسبة إلى لمستثمر غير الخبير في هذا المجال.
- **ارتفاع الحد الأدنى للاشتراك في الصندوق:** تتطلب معظم صناديق التحوط حدًا أدنى من الاستثمارات يزيد على ٥٠٠ ألف دولار، بل إن الحد الأدنى للاشتراك في بعضها يزيد على مليون دولار.
- **مرونة الاستثمار:** بما أنّ صناديق التحوط لا تخضع للقوانين التنظيمية، تستطيع هذه الصناديق الاستثمار في أيّ من الأصول المتوفرة في السوق (بشرط الالتزام بالقيود المنصوص عليها في العقد الأساس ونشرة الاكتتاب الخاصة بالصندوق). وبالإضافة إلى قدرتها على بيع الأوراق المالية (مثل الأسهم والسندات) وشرائها على المكشوف، يمكنها أيضاً الاستثمار في السلع الأساسية والعملات. وتهدف إستراتيجيات الاستثمار التي تتبناها هذه الصناديق عادةً إلى تحقيق عوائد مُطلقة- أي عوائد مُوجبة بصرف النظر عن الاتجاه العام للأسواق.
- **التعزيز بالاقتراض أو الرّفْع المالي (Gearing):** يلجأ كثير من صناديق التحوط إلى الاقتراض، كما يستخدم كثير منها المُشتقّات المالية سعياً وراء تعزيز عوائد الصندوق؛ وهو ما يسمى أحياناً بالرافعة المالية (Leverage).
- **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 محددة تتراوح ما بين شهر وثلاثة أشهر قبل أن تسمح للمستثمرين ببيع استثماراتهم. وهذا ما يسمح لمدير الصندوق بزيادة التعرّض لمخاطر السوق النظرية (مثلاً، من خلال استخدام المشتقات المالية وإجراء صفقات التداول). وهذا التعرّض لمخاطر السوق يمكن عندها أن يضاعف من قيمة النقد (الاسمية) للاستثمار.
- **التكلفة:** تفرض صناديق التحوط عادةً رسوماً مشروطة بحُسن أداء الصندوق يدفعها المستثمر عندما يتجاوز أداء الصندوق مستويات معينة. وفي حال عدم الوصول إلى ذلك المستوى، يسدّد المستثمر رسوماً تماثل تلك التي تقاضاها 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)

هدف التعلّم

٢-٥-٧ معرفة الخصائص الرئيسة لصناديق الملكية الخاصة: جمع التمويل؛ تحقيق الأرباح الرأسمالية

تُعرّف صناديق الملكية الخاصة بأنها تمويل متوسط أو طويل الأجل لقاء حصة في شركات يُتوقّع أن تحقّق نمواً ملحوظاً في المستقبل. وقد تأخذ عدّة أشكال، بدءاً من توفير رأس المال اللازم لتأسيس الشركة وصولاً إلى الشراء التام لحصة مسيطرة في الشركة.

كان الاستثمار في صناديق الملكية الخاصة من أسرع فئات الأصول نمواً في السنوات الأخيرة حتى العام ٢٠٢٢. ومؤخراً، تراجع القطاع في مواجهة ارتفاع تكلفة التمويل، حيث أدى ارتفاع أسعار الفائدة إلى تعطيل إبرام الصفقات في عام ٢٠٢٣. وانخفضت قيمة وعدد الصفقات بنسبة ٦٠٪ و ٣٥٪ على التوالي في العام ٢٠٢٣ من ذروتها في العام ٢٠٢١.

بالنسبة إلى الشركة، 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 يحقّقها 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 الرئيس في هيئة أرباح رأسمالية عند خروجها من الاستثمار. وقد يشتمل ذلك على ما يأتي:

٤ توقعات الأسهم الخاصة ٢٠٢٤: اتجاهات الصناعة | بين أند كومباني

صناديق الاستثمار

- بيع شركة الملكية الخاصة أسهمها مجدداً إلى إدارة الشركة المُستثمر فيها؛ أو
- بيع شركة الملكية الخاصة أسهمها إلى مستثمر آخر قد يكون شركة أخرى من شركات الملكية الخاصة؛ أو
- البيع المباشر، أي بيع أسهم الشركة إلى شركة أخرى؛ أو
- إدراج شركة الملكية الخاصة في أسواق الأسهم الرسمية.

تجمع صناديق الملكية الخاصة رأس مالها من مصادر متنوعة، تأتي في مقدمتها كبرى المؤسسات الاستثمارية. فقد ترغب هذه المؤسسات في إيداع أموالها في عهدة صندوق الملكية الخاصة بغرض الاستفادة من خبرات الشركة في العثور على فرص الاستثمار الجيدة.

يستطيع عدد قليل من الأفراد أو المؤسسات تحمّل مخاطر الاستثمار المباشر في عمليات فردية لشراء حصة مسيطرة في إحدى الشركات. وهذا هو السبب في أنهم يستخدمون عوضاً عن ذلك الصناديق المشتركة لتنويع مخاطر الاستثمار. وقد جرت العادة على تحقيق ذلك من خلال الاستثمار في صناديق الاستثمار المغلقة مثل صندوق ثري آي (3i) وشركة إلكترا للملكية الخاصة (Electra Private Equity).

في 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 هيكل صناديق الاستثمار التقليدية للأفراد، إذ تستخدم هيكل 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 القسم ذي الصلة:

١. كيف يمكن أن يستفيد المستثمرون الأفراد من ميزة تجميع الاستثمارات عبر برامج الاستثمار الجماعي؟
مرجع الإجابة: القسم ١-١
٢. ماذا تُسمى إستراتيجية إدارة الاستثمار حيث يسعى المدير إلى تحقيق العوائد عبر محاكاة المؤشرات؟
مرجع الإجابة: القسم ١-٢-١
٣. ما مزايا محاكاة المؤشرات وعيوبها؟
مرجع الإجابة: القسم ١-٢-١
٤. حدّد أنماط الاستثمار المستخدمة عادة في الاستراتيجيات التصاعدية.
مرجع الإجابة: القسم ٢-٢-١
٥. ضمن أيّ فئة من أدوات الاستثمار الجماعي يُرَجَّحُ أن نرى مدير الصندوق يعرض سعراً للبيع وآخر للشراء؟
مرجع الإجابة: القسم ٢-٢-٢
٦. كيف يختلف تداول صناديق الوحدات المفتوحة المُرخَّصة وتسويتها عن صناديق المؤسَّرات المتداولة في البورصة؟
مرجع الإجابة: القسمان ٢-٢-٢ و ٤
٧. من المالك القانوني للاستثمارات في شركات الاستثمار المفتوحة (OEIC)؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-٢-٢
٨. ما أهم الفروق التي تميِّز صناديق الاستثمار المغلقة عن صناديق الوحدات المفتوحة المُرخَّصة وشركات الاستثمار المفتوحة (OEIC)؟
مرجع الإجابة: القسم ٢-١-٣
٩. ما أداة الاستثمار المفتوحة التي تُتداول في سوق الأوراق المالية؟
مرجع الإجابة: القسم ٤
١٠. ما نوع أداة الاستثمار التي تعتمد بدرجة كبيرة على إستراتيجية البيع على المكشوف؟
مرجع الإجابة: القسم ١-٥

الفصل الثامن

اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

١٤٣	١. مقدمة
١٤٦	٢. الجرائم المالية
١٤٩	٣. إساءة استخدام السوق (بما في ذلك التداول بناءً على معلومات داخلية)
١٥١	٤. النزاهة والسلوك الأخلاقي في الممارسة المهنية

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

١- مقدمة

بعد دراسة هذا الكم الهائل من الأسواق والبني والأصول المتنوعة، يتبين أن ما يفصل الأسواق العاملة بكفاءة عن الفوضى هو تطبيق بعض القواعد. لذلك، أصبح فهم اللوائح التنظيمية والضوابط المرتبطة بعالم الاستثمار أمراً في غاية الأهمية في أيامنا هذه. وسوف نستعرضُ معاً في هذا الفصل لمحة عامة عن هذه اللوائح بدراستها في سياقٍ دولي، ومن ثمَّ سنتطرقُ إلى الدور الأساسي الذي تؤدِّيه النزاهة والسلوك الأخلاقي في قطاع الخدمات المالية.

١-١ أهمية القوانين التنظيمية

هدف التعلّم

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 ملحقاً أو مطبقاً بحزمٍ على النحو الذي نراه اليوم.

في ظلّ تطوّر الأسواق، تنامت الحاجة إلى وضع قواعد ومعايير سلوكية مُتفق عليها بين الأطراف المشاركة في السوق كافة وتوفير آلية لتسوية النزاعات وحلّها بسهولة. وقد تطوّرت هذه الحاجة إلى ما يُعرّف اليوم بالتنظيم الذاتي، حيث تقوم إحدى أسواق الأوراق المالية على سبيل المثال، إلى جانب دورها الأساس في توفير سوق ثانوية لتداول الأسهم، بوضع مجموعة من القواعد لتنظيم عمل أعضائها والحرص على التزامهم بها.

مع تطوّر أسواق المال العالمية، برزت الحاجة إلى معايير مشتركة ومتطورة إلى جانب تعزيز التعاون الدولي. وهكذا بدأ التنظيم الذاتي يضعف تدريجياً، وتحولت معظم بلدان العالم نحو تبني نهج قانوني رسمي (أي وضع قوانين وقواعد تعد مخالفتها جرماً يستوجب العقاب). كما أسست هذه البلدان هيئاتها الرقابية المستقلة. ولتنسيق التعاون الدولي بين الهيئات الرقابية في البلدان المختلفة، أنشئت منظمة دولية دُعيت باسم المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية أو الأيسكو (IOSCO).

تضخّ هذه المنظمة الأهداف والمعايير التي تتبناها الهيئات التنظيمية في أرجاء العالم كلها لتكون بمنزلة المعايير الأساسية التي تسترشد بها أسواق الأوراق المالية كافة. ويمكن أن نجد هذه المعايير والأهداف في معظم أنظمة الرقابة على الأوراق المالية. ونتيجةً لذلك، بات هناك اليوم قدرٌ كبير من التعاون بين الهيئات التنظيمية للخدمات المالية حول العالم، حتّى إنّها تتجه تدريجياً نحو فرض معايير مشتركة. ولعلّ أفضل مثال على ذلك يبرز في قوانين مكافحة غسل الأموال.



تُشكّل الأسواق المالية الفاعلة جزءاً جوهرياً من اقتصادات الدول المتقدّمة والنامية، إذ تدفع عجلة التطوير الاقتصادي وتساعد على تحقيق الثروات. وتُعدّ الثقة بهذه الأسواق عاملاً حيوياً، حيث يمكن أن يؤدي فقدان الثقة إلى فشل الشركات المالية، ويُحدّث أثراً سلبياً في الاقتصاد عموماً، ما يؤدي بدوره إلى خسارة الوظائف وصعوبات اقتصادية شديدة.

لهذه الأسباب، تضع البلدان قوانين وأنظمة لإدارة الإطار الذي يمكن للشركات والأفراد في قطاع الخدمات المالية العمل ضمنه. وتختلف المقاربات التي تتبناها من بلد إلى آخر، 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. تحدّد الهيئات التنظيمية 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 "مؤهلٌ ولائقٌ" 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 المجرمين للأنظمة المالية بسهولة.

١-١-١ الترخيص

تُجرّم اللوائح المالية المحلية عادة الشركات التي تقوم بتقديم الخدمات المالية داخل البلد من دون الحصول على ترخيص بذلك.

لمنح التراخيص عادةً 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 عادةً عدة عوامل مثل إدارة الشركة وقوة مركزها المالي ومؤهلات موظفيها. ويُعدّ العنصر الأخير من العناصر الضرورية، لا سيما بالنسبة إلى المناصب الرئيسية التي تصنّفها الجهات التنظيمية في بعض البلدان على أنها مناصب إدارية عليا أو غيرها من المناصب الرئيسية.

إن حرص الهيئات التنظيمية على منح التراخيص للشركات التي تتمتع بالمؤهلات الملائمة والمناسبة للعمل في قطاع الخدمات المالية من شأنه أن يساهم في استيفاء أهداف تعزيز الاستقرار المالي وتعزيز نزاهة النظام المالي وحماية المستهلكين.

٢-١ المبادئ التنظيمية

هدف التعلّم

٢-١-٨ فهم الأهداف الرئيسية للجهات التنظيمية في قطاع الخدمات المالية وأنشطتها

عادةً ما تتحمّل الحكومات مسؤولية تحديد الدور الذي تؤدّيه الجهات التنظيمية، وعند قيامها بذلك فإنها تحرص بلا شك على تبني أفضل الممارسات الدولية عن طريق تعزيز التعاون مع غيرها من الهيئات الدولية التنظيمية والمشفرة على هذه العملية.

كمثالٍ على ذلك، تتعاون الحكومات الأوروبية إقليمياً لضمان العمل ضمن إطارٍ تنظيميٍ يُشجّع على تقديم الخدمات المالية عبر الحدود الأوروبية عن طريق وضع مقاييس موحّدة أو تحقيق الانسجام والتوافق بين سياسات كل بلد من بلدان 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).

اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

في آسيا، تتزايد أوجه الشبه بين الهيكل الأساس للقوانين المتعلقة بالأوراق المالية ومضمونها من جهة والنموذج المُتَّبَع في معظم أنحاء العالم من جهة أخرى، إذ إن معظم بلدان هذه المنطقة تُعَدُّ أعضاء في منظمة الآيسكو وتلتزم بمبادئها المُتعلِّقة بالقوانين التنظيمية للأوراق المالية. ولا يختلف الوضع في منطقة الشرق الأوسط كثيراً عن ذلك، حيث تتبَنَّى الهيئات التنظيمية نماذج من أفضل الممارسات المُتَّبعة في بلدان مثل المملكة المُتَّحدة وأستراليا ثم تقوم بتعديلها بما يتناسب مع حاجات أسواقها المحليَّة.

بصورة عامة، تبرز الأهداف الرئيسة 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 الماليَّة
- 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 اتِّخاذ الخطوات المناسبة
- معالجة التوسع السريع للتكنولوجيا وشبكات التواصل الاجتماعي والتمويل الرقمي.

وكما أشرنا، عادة ما تمنح الحكومات الجهات التنظيمية مجموعة من الأهداف؛ ويوضح الجدول التالي مثلاً موجزاً لهذه الأهداف من مجموعة متنوعة من الجهات التنظيمية.

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 الماليَّة والبورصات الأمريكيَّة (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 الماليَّة والحد 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 لاتِّخاذ قرارات استثمارية حكيمة
الإشراف على مؤسسات سوق الأوراق المالية	منع السلوكيات التي من شأنها إحداث الضرر في قطاع الخدمات الماليَّة	تعزيز النزاهة في النظام المالي والحفاظ عليها	تعزيز أداء هيئة الأوراق الماليَّة والبورصات عن طريق التنسيق الفعال لإدارة الموارد البشرية، والمعلومات، ورؤوس الأموال
التحقيق في انتهاكات قوانين الأوراق الماليَّة ومعاينة مرتكبيها	تعزيز فهم العامة للخدمات المالية وحماية مستخدميها		

٢- الجرائم المالية

١-٢ غسل الأموال

هدف التعلّم

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 عملية تحويل الأموال (بما في ذلك العملات المشفرة) الناتجة عن أنشطة إجرامية - والتي يُشار إليها في كثير من الأحيان باسم "الأموال المشبوهة أو القذرة" - إلى أموال (وعملات مشفرة) تبدو وكأنها مُكتسبة بشكل مشروع، وبالتالي، يمكن استثمارها وإنفاقها بسهولة أكبر - أو بعبارة أخرى، "أموال نظيفة".

لا يمكن الاستهانة بحجم المشكلة. يُقدّر مكتب الأمم المتحدة المعني بالمخدرات والجريمة أن ما بين ٢٪ و ٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي العالمي يُغسل سنويًا^١. وهذا يعادل ما بين ٧١٥ مليار يورو و ١,٨٧ تريليون يورو سنويًا.

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 مبادرات مكافحة غسل الأموال الآتي:

- أصدرت مجموعة العمل المالي (Financial Action Task Force) توصياتها الهادفة إلى وضع الحد الأدنى من المعايير للإجراءات التي على مختلف بلدان العالم اتّخاذها لضمان 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 المتحدة بهدف حرمان أفراد ومنظمات من بلدان محدّدة من التمتع بخدمات القطاع المالي.
- المبادئ الإرشادية الصادرة عن مجموعة وولفسبرغ المصرفية (Wolfsberg Group) في ما يتعلق بتقديم الخدمات المصرفية الخاصة وخدمات البنوك المراسلة وغيرها من الأنشطة، إلى جانب الإرشادات المماثلة الصادرة عن الهيئات التجارية الأخرى.

١-١-٢ مراحل غسل الأموال

تمرّ عملية غسل الأموال الناجحة بثلاث مراحل:

- **الإيداع النقدي Placement:** وتتضمّن هذه المرحلة إيداع الأموال المكتسبة من أنشطة غير مشروعة في حسابٍ مصرفيٍّ أو في مؤسسة ماليةٍ أخرى.
- **التمويه Layering** [حرفياً: "وضع الطبقات"]: وتنطوي هذه المرحلة على نقل الأموال من مصدرٍ إلى آخر على نحو يتعدّد على السلطات الربط بين الأموال المودعة والشخص المستفيد منها. وقد تنطوي هذه العملية أيضاً على تمويه المصدر الرئيس 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.

١ حالات غسل الأموال المُسجّلة لدى الوكالة تضاغت خلال السنوات الست الماضية، وفقاً لتقرير جديد صادر عن يوروجست (Eurojust) | يوروجست | وكالة الاتحاد الأوروبي للتعاون في مجال العدالة الجنائية.

اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

تهدف الأحكام الخاصة بمكافحة غسل الأموال عموماً إلى تحديد الأنشطة المشبوهة عبر إجراءات تشمل جمع المعلومات الدقيقة عن العملاء والإبلاغ عن الشبهات في مرحلتي الإيداع النقدي والتمويه.

بالإضافة إلى ذلك، فإن الشركات مطالبة بالاحتفاظ بالسجلات الضرورية للرجوع إليها متى اقتضت الحاجة.

مع التوسع السريع للعمليات المشفرة والإنترنت المظلم (الدارك ويب) (Dark web)، أصبحت قدرة الجهات التنظيمية على منع غسل الأموال تشكل تحدياً متزايداً.

٢-١-٢ تمويل الإرهاب

توجد أوجه تشابه كبيرة بين حركة تمويل الإرهاب وغسل الأموال الناتجة عن أنشطة إجرامية. ونظراً إلى أن 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 أنشطة تمويل الإرهاب تختلف 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 البلدان المختلفة، وهي من هذه الناحية تشبه أنشطة غسل الأموال إلى حدّ كبير.

٢-٢ المجالات الأخرى للجرائم المالية

قد يجد الأفراد والشركات أنفسهم دون قصد هدفاً للمجرمين، وعليهم أن يدركوا إمكان حدوث ذلك. أما المجال الذي يجب أن تتوفر لدى العاملين في قطاع الخدمات المالية معلومات عنه فهو إمكان استهداف بيانات عملائهم بالسرقة لتسهيل الاحتيال عن طريق انتحال الشخصية وارتكاب جرائم إلكترونية.

يُعدّ تزوير الهوية أو سرقتها من أسرع أنواع الاحتيال انتشاراً في المملكة المتحدة.

- **تزوير الهوية:** استخدام هوية مسروقة من شخص آخر للقيام بنشاط إجرامي بهدف الحصول على سلع أو خدمات عن طريق الخداع والتدليس. وينطوي ذلك عادةً على استخدام وثائق هوية مسروقة أو مزوّرة كجواز السفر أو رخصة قيادة السيارة.
- **سرقة الهوية (يُسمّى 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.

تُعدّ هوية أيّ شخص (وقدرته على إثباتها) مقوِّماً جوهرياً لجميع أنشطته التجارية، إذ تحتاج المنظمات إلى التحقق من هوية أيّ شخص يتقدّم بطلب للحصول على خدمات الائتمان أو الاستثمار فضلاً عن التأكد من صحة المعلومات المتعلقة بمكان إقامته.

إن الإجراءات التي تستخدمها المنظمات للتحقق من صحة المعلومات التي يقدمها 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 تُثبت فعلاً الطبيعة الحقيقية للطلب.

ويكمن الأمر في الحصول على وثائق "استصدارية" – أي وثائق تتيح لحاملها استصدار (أو التقدم بطلب للحصول على) وثائق أخرى، بالتالي بناء ملف شخصي أو "سجل" يمكن أن يلي متطلبات العناية الواجبة بالعملاء (CDD) الأساسية. وقد يسارع المحتال إلى استخدام هذه المعلومات قبل أن يتنبّه مصدر البيانات إلى سرقتها، وقد يستخدمها، مثلاً، وسيلةً للوصول إلى هويات أشخاص آخرين حتى لا يتنبّه مصدر البيانات.

ومن أنواع الاحتيال الأخرى:

- **الاحتيال بواسطة الهاتف** - يستخدم المجرمون الخداع بواسطة الهاتف كوسيلة للاحتيال المالي، إذ يتصل المجرم بضحيته مدعيًا 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 يسلمه إياها أبدًا.
- **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.

على الرغم من عدم الاتفاق على تعريف موحد للجريمة الإلكترونية، فإن هيئات 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 يُمكنها 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 تُقدّر تكلفتها بمليارات الدولارات.

من بين الأشكال المختلفة للجرائم الإلكترونية، هناك هجمات البرمجيات الخبيثة التي تشمل الفيروسات والديدان وبرامج الفدية وبرامج التجسس، المصممة لتعطيل أنظمة الكمبيوتر أو إتلافها أو الوصول غير المصرح به إليها. وتتضمن عمليات التصيد الاحتيالي الاستخدام الخادع لرسائل البريد الإلكتروني أو الرسائل أو مواقع الويب لخداع الأفراد وإقناعهم بالكشف عن معلومات حساسة. وتشهد سرقة الهوية قيام مجرمين إلكترونيين بسرقة البيانات الشخصية لانتحال هوية الأفراد لأغراض الاحتيال المالي أو غير ذلك من الأغراض الإجرامية. وتتسبب هجمات قطع الخدمة المورّع في زيادة تحميل الأهداف وازدحامها، ما يجعل الشبكات أو مواقع الويب غير متاحة مؤقتاً أو بشكل دائم. ويتضمن التجسس الإلكتروني جهوداً ترعاها دولة أو شركات لسرقة المعلومات الحساسة أو الملكية الفكرية أو الأسرار التجارية لتحقيق ميزة سياسية أو اقتصادية أو تنافسية. وهذا ما يجعل الأمن السيبراني أمراً مهماً لا بدّ من مراعاته.

الأمن السيبراني هو نهج استباقي يهدف إلى حماية الأنظمة والشبكات والبيانات الرقمية من التهديدات السيبرانية. تتضمن هذه الإستراتيجية الشاملة تدابير وتقنيات وممارسات فضلى متنوعة لمنع الوصول غير المصرح به وتخفيف المخاطر والاستجابة بكفاءة للحوادث. على سبيل المثال، يستخدم أمن الشبكات أدوات مثل جدران الحماية وأنظمة الكشف عن التطفل والوقاية منه والبروتوكولات الآمنة للدفاع ضد الوصول غير المصرح به والهجمات السيبرانية. ويركز أمن النقاط الطرفية على تأمين الأجهزة الفردية من خلال تدابير مثل برامج مكافحة الفيروسات والتشفير والتكوينات الآمنة. كما يفرض التحكم في الوصول والمصادقة ضوابط صارمة وإدارة للهوية لضمان عدم وصول أحد إلى الأنظمة والبيانات ما عدا الأفراد المصرح لهم. تشمل أشكال أخرى من الأمن السيبراني تقنيات التشفير المستخدمة لحماية البيانات الحساسة في أثناء النقل وفي حالة السكون، ما يجعلها غير قابلة للقراءة للمستخدمين غير المصرح لهم.

بالإضافة إلى ذلك، يعد التدريب على التوعية الأمنية أمراً بالغ الأهمية لتثقيف الأفراد داخل المؤسسات حول أفضل ممارسات الأمن السيبراني، ما يقلل من خطر الوقوع ضحية للهندسة الاجتماعية أو التهديدات السيبرانية الأخرى.

٣- إساءة استخدام السوق (بما في ذلك التداول بناءً على معلومات داخلية)

١-٣ إساءة استخدام السوق

هدف التعلّم

١-٣-٨ معرفة المخالفات التي تُصنّف في بند إساءة استخدام السوق، بما في ذلك التداول بناءً على معلومات داخلية، والنشر غير القانوني للمعلومات الداخلية، والتلاعب بمعاملات السوق، وتقديم بيانات مضللة

عندما يبيع أعضاء مجلس الإدارة أو الموظفون في إحدى الشركات المُدرّجة في السوق المالية أو يشترون أسهم الشركة العاملين بها، يبرز احتمال ارتكابهم لمخالفة تُعرّف باسم **التداول بناءً على معلومات داخلية**.

قد يشتري مدير إحدى الشركات، على سبيل المثال، أسهماً بناءً على معرفته بتحسّن أعمال الشركة على مدار الأشهر الستة الماضية على نحو يفوق التوقّعات في السوق، وذلك قبل نشر هذه المعلومات علناً. فالمدبر يتمتّع بميزة الاطلاع على هذه المعلومة لأنّه يعمل "داخل الشركة". ويُعدّ هذا التصرف مخالفةً قانونيةً في الأسواق كلها تقريباً، ويُعاقب مرتكبه بالغرامة المالية أو السجن أو كليهما معاً.

قبل الحكم على تداول الشخص المُطلّع على المعلومات الداخلية للشركة، من الضروري تعريف هذا الشخص وتحديد ماهية هذه المعلومات والمُلابسات التي قد تُؤدّي إلى هذه المخالفة.

المقصود بالمعلومات الداخلية للشركة تلك المعلومات التي ترتبط بأوراق مالية محدّدة أو إحدى الجهات المُصدّرة للأوراق المالية (وليس بالأوراق المالية أو الجهات المُصدّرة للأوراق المالية على وجه العموم)، حيث تتّصف هذه المعلومات بأنّها:

- مُحدّدة أو دقيقة
- ليست متوفرة علناً
- من المرجّح أن يترتّب عن إتاحتها لعامة الناس آثار كبيرة في سعر الأوراق المالية المعنية.

يُشار إلى المعلومات الداخلية عموماً بأنها "معلومات غير منشورة ذات أثر على السعر"، ويُقال إن الأوراق المالية في هذه الحالة "أوراق مالية مُتأثّرة بالسعر". وتصبح هذه المعلومات معلوماً عامّةً عندما تُنشر علناً للاطلاع العام.

وقد تُصنّف المعلومات على أنّها معلومات عامّة (علنيّة) حتى إن لم يكن ممكناً الحصول عليها إلا لخبراء أو أشخاص يقومون بالتحريّ الدقيق بحثاً عن المعلومات (مثل التحليل الدقيق لحسابات الشركة أو البحث الدقيق في المكتبة). أما الشخص المُطلّع على معلومات تُؤثّر في السعر من مصدر داخلي، فيُدعى الشخص المُطلّع على المعلومات الداخلية للشركة، وقد يكون هذا الشخص:

١. قد حصل على المعلومات لكونه مديراً أو موظفاً أو حاملاً لأسهم إحدى الجهات المُصدّرة للأوراق المالية
٢. قد اطلع على المعلومة بحكم وظيفته في الشركة أو منصبه أو مهنته (كأن يعمل مُدقّقاً لحسابات الشركة مثلاً)
٣. قد جمع المعلومات عن طريق أحد السبيلين المذكورين أعلاه سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

تقع مخالفة التداول على أساس الاطلاع على المعلومات الداخلية للشركة عندما يشتري الشخص المُطلّع على هذه المعلومات الداخلية غير المتوفرة علناً أو يبيع أوراقاً مالية تتأثّر بالسعر. كما تحدث أيضاً إذا حتّ هذا الفرد شخصاً آخر لتداول الأوراق المالية المُتأثّرة بالسعر أو كشف عن المعلومات إلى شخص آخر (خارج إطار أدائه لمهامه الوظيفية).

أما الأدوات المالية التي تشملها أحكام التداول على أساس الاطلاع على المعلومات الداخلية للشركة، فتوصف عموماً بمصطلح "الأوراق المالية"، وتتضمّن:

- الأسهم
- السندات الصادرة عن شركة خاصة أو إحدى منظمات القطاع العام
- عقود الكفالة
- شهادات الإيداع

- عقود الخيار (لشراء الأوراق المالية أو بيعها)
- العقود المستقبلية (لشراء الأوراق المالية أو بيعها)
- عقود فروق الأسعار (القائمة على الأوراق المالية أو أسعار الفائدة أو مؤشرات الأسهم).

تجدر الملاحظة إلى أن تعريف "الأوراق المالية" لا يتضمّن عادةً السلع والمشتقات القائمة على السلع (مثل عقود الخيار والعقود المستقبلية على المنتجات الزراعية أو المعادن أو منتجات الطاقة)، أو وحدات الاستثمار في صناديق الاستثمار الجماعي المفتوحة.

٢-٣ إساءة استخدام السوق

تؤدي إساءة استخدام قواعد السوق إلى إلحاق الضرر بمصالح المستثمرين المالبين بصورة غير مشروعة، ويكون ذلك إما مباشرة أو غير مباشرة. وقد تنضوي تصرفات معينة، على غرار التداول بناءً على معلومات داخلية والتلاعب بالسوق، تحت بند إساءة استخدام السوق.

تُعدّ إساءة استخدام السوق مخالفة في القانون المدني يمكن أن تفرض الهيئة التنظيمية بموجبها الغرامات والعقوبات. كما أن التداول بناءً على معلومات داخلية والتلاعب بالسوق قد يشكلان أيضاً جرمًا جنائيًا تتم بمقتضاه الملاحقة القضائية.

على سبيل المثال، تحظر اللوائح الأوروبية ولوائح المملكة المتحدة بصورة خاصّة ثلاثة أنواع لإساءة استخدام السوق، ويخضع ذلك لبعض الاستثناءات، كما هو موضح أدناه.

<ul style="list-style-type: none"> • 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 أدوات مالية ترتبط بها المعلومات الداخلية أو بيعها، 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، إذ يعلم، أو من المفترض أنه يعلم بأن هذه العمليات تستند إلى معلومات داخلية. • في المملكة المتّحدة، تقرر الهيئة التنظيمية المختصة ما الذي يُفترض بالشخص أن يعلمه في ظروف مماثلة. 	<p>التداول بناءً على معلومات داخلية</p>
<ul style="list-style-type: none"> • ينصّ شرط الإفصاح العام على أن تقوم الجهات المُصدرة بإبلاغ الأفراد في أقرب وقت ممكن بالمعلومات الداخلية التي تتعلق بهم مباشرةً. وعندما تُقبّل أوراقها المالية للتداول في سوق يخضع للقوانين التنظيمية، يجب أن يُفصح أيضاً عن آلية التخزين المركزية المُعتمدة رسمياً. • يجدر إعداد قوائم بالأشخاص المخولين بحق الإطلاع على معلومات داخلية والحفاظ عليها. • يجب على أعضاء مجلس الإدارة وكبار المسؤولين التنفيذيين (والأشخاص المرتبطين بهم ارتباطاً وثيقاً) الذين يحق لهم الإطلاع على المعلومات الداخلية بصورة منتظمة، إخطار كل من الجهة المصدرة والهيئة التنظيمية المختصة بجميع معاملات الحسابات المتعلقة بأسهم الجهة المُصدرة أو أدوات الدين أو المشتقات المالية أو الأدوات المالية الأخرى ذات الصلة. 	<p>شروط الإفصاح العام</p>

التلاعب بالسوق

- يقع التلاعب بالسوق إذا أقدم شخص على أنشطة أو سلوكيات محددة تشمل:
 - إعطاء إشارات خاطئة أو مضللة حول العرض أو الطلب أو السعر في ما يتعلق بأداة مالية.
 - استخدام أجهزة افتراضية أو غيرها من أشكال الخداع أو التزوير التي يُحتمل أن تؤثر في أسعار الأدوات المالية.
 - نشر معلومات تعطي، أو يُرَجَّح أن تعطي إشارات خاطئة أو مضللة في شأن العرض أو الطلب أو السعر في ما يتعلق بالأدوات المالية؛ أو تضمن، أو يُحتمل أن تضمن، بلوغ الأسعار معدلات غير طبيعية أو اعتيادية، بما في ذلك نشر الشائعات مع علمه بأن المعلومات غير صحيحة أو مضللة.
 - بعض السلوكيات الأخرى بما في ذلك التعاون بغرض اتخاذ موقع مسيطر على العرض أو الطلب على ورقة مالية، أو استحداث ظروف تداول غير عادلة أخرى كالتداول القائم على الخوارزميات والتداول عالي التردد (HFT).

٤- النزاهة والسلوك الأخلاقي في الممارسة المهنية

هدف التعلّم

٤-١-٨ فهم المبادئ الأساسية للنزاهة المهنية والسلوك الأخلاقي في قطاع الخدمات المالية

قد يجد أي إنسان نفسه عند مفترق طرق يفرض عليه الاختيار بين عدد من السلوكيات الأخلاقية، وقد يكون اختيار الصواب أمراً بسيطاً وواضحاً. لكن هناك كثير من الحالات تداولتها الأخبار عبر السنين تصرف فيها أشخاص عقلاء من أصحاب المبادئ الأخلاقية تصرفات منافية للأخلاق. على الرغم من وجود علاقة وثيقة بين المبادئ الأخلاقية والقوانين، لا ينبغي اعتبار المبادئ الأخلاقية مجموعة فرعية من اللوائح التنظيمية، بل النظر إليها على أنها أمرٌ مهمٌ بحدّ ذاته.

يتمكن الكثير من الشركات والأفراد من الالتزام بأعلى المعايير الأخلاقية من دون الشعور بالحاجة إلى وضع سياسات رسمية وإجراءات تؤنق الامتثال للمعايير الأخلاقية المقبولة، لكننا لا يمكن أن نفترض أنّ الوعي الأخلاقي يحدث تلقائياً. وبناءً عليه، إذا أردنا تحقيق أعلى معايير السلوك الأخلاقي في قطاعات العمل، لا بُدّ أن نجد طريقةً لنشر نوع من الوعي الأخلاقي.

إذا 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 نتبيّن الصواب من الخطأ قبل اتّخاذ أي قرار.

كل إنسان معرّضٌ لأن يواجه مواقف معينة في بيئة العمل حيث يضطرّ إلى اتخاذ قرار ما في الوقت الذي يصعب عليه أن يتبيّن ما إذا كان أداء المهمة التي كُلف بها في الواقع أمراً صائباً أم لا.

صُمّمت 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 تامّ على هذا القرار، أو هل سيظلّعون عليه؟
- نزيه - هل يتقيّد 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 كلّ واحدٍ من الأشخاص المعنيين؟

من 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/علانية؟"

١-٤ قواعد السلوك المهني واللوائح التنظيمية

هدف التعلّم

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.

يوجد ضمن قطاع الخدمات الماليّة هيكلٌ معيّن حيث تفرض الهيئات الرقابية (راجع القسم ١-٢)، في معظم بلدان العالم، قوانين تنظيمية تفصيليّة وإلزاميّة.

لكنّ الهيئات المهنية العاملة في مجال الخدمات الماليّة قد طوّرت مدوّناتها الخاصة لقواعد السلوك التي يلتزم بها أعضاؤها. ويوضّح الجدول الآتي عيّنة من نطاق المسؤوليات المنوطة بها.

بادر المعهد المُعتمد للأوراق الماليّة والاستثمار فعلاً إلى وضع مدوّنة خاصة به لقواعد السلوك، ويُطلّب من أعضاء المعهد جميعاً الالتزام بها للارتقاء إلى مستوى المعايير المحدّدة في إطار مبادئ المعهد.

في ما يأتي اقتباسٌ من مقدّمة هذه المبادئ:

“تقع على عاتق المحترفين من العاملين في قطاع الأوراق المالية والاستثمار واجباتٌ مهمّةٌ تجاه عملائهم والسوق والقطاع والمجتمع برؤيته. وعندما تردّ هذه الواجبات في نصّ القانون أو اللوائح التنظيمية، يجب على هؤلاء الالتزام دائماً بها على نحوٍ صريحٍ وشفافٍ.

تستلزم عضويّة المعهد المُعتمد للأوراق الماليّة والاستثمار من الأعضاء استيفاء المعايير المنصوص عليها في مدوّنة المبادئ السلوكية الخاصة بالمعهد، حيث تفرض هذه المبادئ على الأعضاء واجب التصرف على نحوٍ يتجاوز مجرد الالتزام بالقوانين السارية”.

نلاحظ بوضوح ماهية السلوك المتوقّع من الأعضاء في قطاع المال: “التصرّف على نحوٍ يتجاوز مجرد الالتزام بالقوانين السارية”، أي يجب علينا فهم واجب التصرف بنزاهة في كافة نواحي عملنا وعلاقتنا المهنية.

أصحاب المصلحة	المبادئ
الذات، العملاء، الهيئات التنظيمية، زملاء العمل، المشاركون في الأسواق، والمؤسسة، المهنة، المجتمع	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 كوكيل أمين على مصالحهم، من دون السعي أبداً للحصول على ميزة أو تحقيق مصلحة شخصية من المعلومات السرية التي تحصل عليها واستخدام بيانات العملاء فقط لغرض محدد.

اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية

العملاء، المشاركون في السوق، الهيئات التنظيمية	تعارض المصالح - الحذر من أي تعارض في المصالح الشخصية أو غيرها من أشكال تعارض المصالح وإدارته بشكل فعال وعادل، والامتثال للتشريعات واللوائح قدر الإمكان، والحرص على التعاون مع جميع الهيئات التنظيمية التي تخضع لها، ومعارضة السلوك غير القانوني أو السلوك غير الأخلاقي والإبلاغ عنه.
العملاء، المشاركون 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، العملاء، زملاء العمل	التطوير المهني - السعي المستمر لتحقيق التميز المهني، والالتزام بالتطوير المهني المستمر وتعزيز تطوير الآخرين ودعمهم.
العملاء، المهنة، المشاركون 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، زملاء العمل، العملاء، الهيئات التنظيمية، المشاركون في السوق، المهنة، الهيئات المهنية	احترام الآخرين والبيئة - معاملة الجميع بإنصاف واحترام، ودعم منح الفرص للجميع، واحتضان التنوع والشمول والتأكد من مراعاة التأثير البيئي لعملك.
المجتمع، زملاء 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 الجماعات التي تعمل فيها.

أسئلة نهاية الفصل

أجب عن الأسئلة الآتية وتحقق من صحة الأجوبة بالعودة إلى القسم ذي الصلة:

١. ما الهدف الذي أنشئت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (الأيسكو) لتحقيقه؟
مرجع الإجابة: القسم ١-١
٢. ما الأهداف العامة للتنظيم المالي وفوائده؟
مرجع الإجابة: القسم ١-١
٣. اذكر ثلاثة من الأهداف المشتركة للجهات التي تمارس الرقابة على الخدمات المالية عالمياً.
مرجع الإجابة: القسم ٢-١
٤. اذكر بعض الأمثلة على الأشكال التي يمكن أن تتخذها عملية غسل الأموال؟
مرجع الإجابة: القسم ١-٢
٥. ما المراحل الثلاث لغسل الأموال؟
مرجع الإجابة: القسم ١-٢
٦. ما الفرقان الرئيسان بين تمويل الإرهاب وغسيل الأموال؟
مرجع الإجابة: القسم ٢-١
٧. ما المقصود بالأمن السيبراني؟
مرجع الإجابة: القسم ٢-٢
٨. ما المقصود بمصطلح "المعلومات الداخلية للشركة"؟
مرجع الإجابة: القسم ١-٣
٩. ما فئات الأوراق المالية التي تنطبق عليها القواعد المتعلقة بتداول الشخص المطلع على المعلومات الداخلية للشركة؟
مرجع الإجابة: القسم ١-٣
١٠. ما أنواع السلوكيات التي قد تؤدي إلى اتهام شخص ما بإساءة استخدام قواعد السوق؟
مرجع الإجابة: القسم ٢-٣

الفصل التاسع

المنتجات المالية الأخرى

١٥٧	١. صناديق التقاعد
١٥٩	٢. القروض
١٦٢	٣. القروض العقارية
١٦٧	٤. التأمين على الحياة

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

١- صناديق التقاعد

هدف التعلّم

١-١-٩	معرفة المزايا التي توفّرها برامج التقاعد
٢-١-٩	معرفة الخصائص الرئيسة لصناديق التقاعد وخصائص المخاطر المتعلقة بها: صناديق التقاعد الحكومية؛ صناديق التقاعد المهنية (برامج المزايا (أو المنافع) المحدّدة؛ برامج المساهمات (أو الاشتراكات) المحدّدة)؛ برامج التقاعد الشخصية

١-١ مقدمة

بالنسبة إلى كثيرين، يكمن الاستثمار في توفير مصدر دخل طويل الأمد بعد توقّفهم عن العمل. ويمثل صندوق تقاعدهم ومنزلهم أصولهم الرئيسة.

يُعرّف صندوق التقاعد بأنه صندوق استثماري يساهم فيه الفرد، طيلة مدة حياته المهنية قبل التقاعد عادة، بغرض توفير مبلغ كبير يحصل عليه المنتفع من الصندوق عند التقاعد بالإضافة إلى راتب تقاعد سنوي يتم دفعه بعد ذلك. وتتميّز اشتراكات التقاعد في عدّة دول بالكفاءة الضريبية بصورة عامة، بمعنى أنها تخفض المبلغ الخاضع للضريبة من دخل الفرد فتتخفّض تالياً قيمة ضريبة الدخل المدفوعة. وتوفّر الحكومات عادةً هذه المزايا الضريبية لتشجيع الأفراد على التخطيط لتأمين احتياجاتهم مع التقدّم في السن. وغالباً ما تخضع معاشات التقاعد نفسها لضريبة الدخل عندما يتلقاها المتقاعدون.

٢-١ صناديق التقاعد الحكومية

تتوفّر صناديق التقاعد الحكومية في بلدان كثيرة لتزويد المتقاعدين بالأموال التي تعينهم على تدبّر أمور معيشتهم بعد التقاعد.

تختلف هذه الصناديق، بالطبع، من بلد إلى آخر، لكنها تجمعها خاصية مشتركة، ألا وهي أنّ الحكومة تدفع رواتب التقاعد الحكومية من دخلها للعام الحالي، من دون أي استثمار لتلبية الاحتياجات المستقبلية.

تُعَدّ 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، سيتعين على كل عاملٍ دعم اثنين تقريباً من المتقاعدين، أو سينخفض الدعم المتوفر للفرد الواحد بشكل ملحوظ، أو نكون أمام مزيج من هذين الاثنين.



لكن الاقتصادات النامية، مثل الهند، تتميز بنسب إعالة منخفضة نسبياً بسبب ارتفاع نسبة الشباب بين سكانها نسبياً. ولذلك، تواجه هذه البلدان تحدياً مختلفاً يتمثل في إيجاد وسيلة لإنشاء نظام تقاعد شامل، باشتراكات معقولة وعادلة، وآلية للاستعداد للتقاعد في المستقبل في ظلّ تحسّن مستويات المعيشة وازدياد الثروة.

٣-١ صناديق التقاعد المهنية

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 لمصلحة موظفيها.

ومن أهم مميزات هذه البرامج:

- تساهم جهات العمل في الصندوق (علمياً 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. وعليها في حالة برامج المزايا المحددة سدّ أيّ عجز في تمويل الصندوق.

في 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 حجمه بعدد سنوات الخدمة والراتب الذي كسبه. يُعرّف هذا النوع من برامج التقاعد المهني باسم نظام التقاعد القائم على الراتب النهائي أو نظام المزايا المحددة. وقد توقّفت كثير من جهات العمل في القطاع الخاص عن توفير مثل هذه البرامج المهنية للموظفين الجدد بسبب ارتفاع متوسط العمر المتوقع للفرد وفي ظل تقلّب عوائد الاستثمار والآثار المترتبة عن هذه العوامل في تمويلهم لهذه البرامج.

بدلاً من ذلك، أصبحت برامج التقاعد المهنية المتوفرة 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، يُنشأ 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 عديد من الشركات، حيث أصبحت هذه الشركات توفّر للعاملين فيها برامج قائمة على أساس المساهمات المحددة فحسب. وبالنسبة إلى أرباب العمل، فإن أبرز ما يميّز خطط المساهمات المحددة مقارنةً بخطط المزايا المحددة هو أن التزامات توفير المعاشات المستقبلية (وأي عجز فيها) لا تظهر في الميزانية العمومية لصاحب العمل، بل يتحمل الموظف وحده نتيجة ذلك بالحصول على معاش تقاعدي أصغر.

٤-١ برامج التقاعد الشخصية

تُعرّف برامج التقاعد الخاصة أو الشخصية بأنها خطط تقاعد فردية، وهي عبارة عن برامج تقاعد بمساهمات محددة يمكن أن يستخدمها العاملون لدى الشركات التي لا تقدّم برامج تقاعد خاصة بها، أو بالإضافة إلى برنامج التقاعد في الشركة، كما يمكن أن يستخدمها أصحاب الأعمال الحرة.

في 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 يساهم أيضاً أرباب العمل هؤلاء في برامج التقاعد الشخصية للموظفين العاملين لديهم.

أما بالنسبة إلى الأفراد وأصحاب الأعمال الحرة من الراغبين في التخطيط لتقاعدهم الذين لا يتوفر لديهم إمكان الاشتراك في برامج التقاعد المهنية أو برامج التقاعد الشخصية التي تربّتها جهات العمل، أو ممن لديهم انقطاع في دفع اشتراكات التقاعد بسبب تغيير الوظائف والانتقاعات عن العمل، فيجب عليهم أن يتدبّروا التخطيط لمعاشاتهم التقاعدية. ويُرتب ذلك غالباً من خلال إحدى شركات التأمين أو إدارة الأصول بحيث يستطيع الفرد أن يختار من بين مجموعة متنوعة من صناديق الاستثمار المعروضة أمامه.

المنتجات المالية الأخرى

تظهر المسؤولية الرئيسية التي تقع على عاتق الفرد عند اشتراكه في أي من برامج التقاعد الخاصة في اختياره لصندوق الاستثمار أو الأرصدة المباشرة في برنامج التقاعد الذي تديره إحدى شركات التأمين أو إدارة الأصول. ويتحمل الفرد مسؤولية متابعة أداء استثماراته والحكم على ما إذا كانت كافية لتلبية احتياجاته عند التقاعد أم لا.

١-٤-١ حسابات التقاعد الفردية

توجد حسابات التقاعد الفردية (Individual Retirement Accounts IRAs) في الولايات المتحدة، وتُعدّ عملياً نوعاً من نظام التقاعد الشخصي، يفتحها دافعو الضرائب من الأفراد الذين يسدّدون الاشتراكات حتى حدّ معيّن تكون عنده مُعفاة من الضرائب جزئياً. وتُطبق الإعفاءات من الضرائب على حسابات التقاعد الفردية بما يناسب دخل الفرد والشريحة الضريبية التي يقع ضمنها، ومقدار التغطية بالخطّة التقاعدية التي يراها ربّ عمله.

٢- القروض

هدف التعلّم

١-٢-٩	معرفة أوجه الاختلاف بين القروض المصرفية والسحب على المكشوف والاقتراض بواسطة البطاقات الائتمانية
٤-٢-٩	معرفة أوجه الاختلاف بين الاقتراض المضمون وغير المضمون

١-٢ أنواع الاقتراض

يمكن للأفراد الاقتراض من المصارف أو المؤسسات المالية الأخرى بثلاث طرق رئيسية:

- السحب على المكشوف
- الاقتراض عن طريق البطاقات الائتمانية
- القروض المصرفية.

١-١-٢ السحب على المكشوف

يُقصد بالسحب على المكشوف أن يسحب الشخص مبلغاً من المال يتجاوز المبلغ الموجود في حسابه المصرفي، فيوصّف 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 "مرتجعة" (Bouncing Cheques). وفي بعض الدول، يُعدّ إصدار شيك من دون وجود رصيد كافٍ بحساب الفرد مخالفة في القانون الجنائي.

يخضع 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 تزامن التوقيت بين المدفوعات الواردة وتلك الصادرة.

تُعدّ عمليات السحب على المكشوف طريقة سهلة للاقتراض لكنها باهظة الثمن، وعلى المقترضين أن يحاولوا الحدّ من استخدامهم لها والاقتصر على استخدامها مؤقتاً فحسب 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 بلدان 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 واسع لسداد ثمن المشتريات من السلع مثل الطعام والأجهزة الكهربائية والوقود وتذاكر السينما. ويحصل بائع التجزئة على مستحقاته من الشركة التي أصدرت البطاقة الائتمانية مقابل السلع 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 معيّنة فقط من مجموع المبلغ المستحقّ، وفي هذه الحالة تفرض الشركة نسبة فائدة على الرصيد المتبقّي 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.

٣-١-٢ 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 من خلال 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 سنتطرّق إلى دراستها في القسم ٣)، بحيث يصعب على الجهة المانحة للقرض إلزام المقترض بالسداد في حال تأخّره عن السداد. ولا يكون أمام الجهة الممولة التي تمنح قرضاً غير مضمون إلا اتخاذ الإجراءات القانونية لاسترداد المال المقترض في حال تعثر المقترض وعجزه عن السداد.

مثال

اقترض سمير مبلغ ١٠,٠٠٠ دولار أمريكي من دون 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 حلٌّ سوى التفاوض مع سمير لإعادة جدولة المدفوعات أو الشروع بالإجراءات القانونية ضده لاستعادة المبالغ المستحقة عليه.

من الشائع أن تكون القروض الممنوحة لشراء عقارات قروضاً مضمونة. ويُشار إلى هذه القروض باسم القروض العقارية. وبفضل الضمان الذي تحصل عليه الجهة المانحة للقرض، غالباً ما يكون سعر الفائدة أقل ممّا هو عليه في أنواع الاقتراض الأخرى، مثل عمليات السحب على المكشوف والاقتراض غير المضمون. أمّا في حال التخلّف عن سداد القروض المضمونة، فيمكن للجهة المانحة الاستيلاء على العقار المستخدم ضماناً للقرض.

مثال

اقتترضت 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، انظر القسم ٣.

٢-٢ أسعار الفائدة

هدف التعلّم

- 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 القسم ٢-١-٣ السابق أنّ تكاليف الاقتراض تتباين وفقاً لنوع القرض نفسه ومدة هذا القرض والضمان المقدم ومبلغ القرض. بذلك تُعدّ القروض العقارية المضمونة بمنزل أقلّ تكلفةً من بطاقات الائتمان والسحوبات المرخّصة على المكشوف.

أما بالنسبة إلى عمليات السحب على المكشوف غير المرخصة، فإنّ تكلفتها مرتفعة للغاية، ويمكن اعتبارها بمثابة غرامة يفرضها المصرف نتيجة عدم إبقائه مطلعاً كلياً على الإنفاق الزائد.

كما يضطر المقترض إلى التعامل مع مختلف أسعار الفائدة التي تعرضها الجهات المقرضة، لأنّ أسعار الفائدة التي تعرضها هذه الشركات تكون عادةً أسعاراً ثابتة أقلّ 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 يمثّل الفائدة كل ثلاثة أشهر)، وبذلك يكون سعر الفائدة على المبلغ المقرض المدفوع على أساس ربع سنوي: $12\% \div 4 = 3\%$.

فإذا قام أحد الأفراد باقتراض مبلغ ١٠٠ دولار أمريكي بواسطة بطاقته الائتمانية من الشركة، ولم يسدد المدفوعات المستحقة لمدة سنة، كم يكون المبلغ المستحق عليه؟

في نهاية الربع الأول (الأشهر الثلاثة الأولى) يكون المبلغ المستحق = ١٠٠ دولار أمريكي $\times 3\% = 3$ دولار أمريكي تُضاف إلى رصيد الدين، بحيث يكون المبلغ المستحق في نهاية الربع الأول: ١٠٣ دولار أمريكي.

في نهاية الربع الثاني، تستحق الفائدة على القرض الأصلي بالإضافة إلى مبلغ الفائدة للربع الأول. وبعبارة أخرى، سوف تُفرض فائدة على الفائدة المستحقة عن الربع الأول، وقدرها ٣ دولار أمريكي بالإضافة إلى القرض الأصلي الذي يبلغ ١٠٠ دولار أمريكي، أي أن قيمة الفائدة عن الربع الثاني تصبح: ١٠٣ دولار أمريكي $\times 3\% = 3,09$ دولار أمريكي تُضاف إلى رصيد الدين ليصبح بذلك ١٠٦,٠٩ دولار أمريكي.

وفي نهاية الربع الثالث تُفرض فائدة بسعر ٣٪ على الدين (بما في ذلك فائدة الربعين الأول والثاني). فتكون الفائدة = ١٠٦,٠٩ دولار أمريكي $\times 3\% = 3,18$ دولار أمريكي تُضاف إلى رصيد ديونه ليصبح المبلغ ١٠٩,٢٧ دولار أمريكي.

وفي نهاية الربع السنوي الأخير تُضاف الفائدة بسعر ٣٪ إلى مبلغ الدين (بما في ذلك فائدة الربع الأول والثاني والثالث) على النحو الآتي: ١٠٩,٢٧ دولار أمريكي $\times 3\% = 3,28$ دولار أمريكي وتُضاف إلى مبلغ الدين فيصبح ١١٢,٥٥ دولاراً أمريكياً.

وبذلك يكون مجموع الفائدة المستحقة على المئة دولار ١٢,٥٥ دولاراً أمريكياً في نهاية السنة. وهكذا يكون سعر الفائدة السنوي الفعلي: $12,55 = 100 \times 100 \div 100$.

يمكن حساب السعر السنوي الفعلي المذكور أعلاه باختصار إذا أخذنا السعر المعروف ثم قسمناه على معدل تكرار أقساط الفائدة المناسب (أربعة إذا كان ربع سنوي، واثنان إذا كان نصف سنوي، و١٢ إذا كان شهرياً)، ثم عيّنا عن النتيجة في صورة رقم عشري، بمعنى آخر نعبر عن نسبة ٣٪ في صورة الرقم العشري ٠,٠٣، و٦٪ في صورة ٠,٠٦.

ثم نضيف رقم ١ إلى الرقم العشري، ونرفع الناتج إلى القوة الموافقة لتكرار أقساط الفائدة سنوياً، ونطرح الرقم ١ من الناتج، ونضرب في ١٠٠ لإعادة تحويله إلى رقم عشري، فيكون الناتج سعر الفائدة السنوي الفعلي. وبالتطبيق على المثال المذكور في القسم السابق:

$$\begin{aligned} & 12\% = 0.12 \div 0.03, \text{ ونعبر عنها في صورة رقم عشري، أي } 0.03 \\ & 1.03 = 0.03 + 1 \\ & 1,1255 = 1.03 \times 1.03 \times 1.03 \times 1.03 = 1.03^4 \\ & 12.55\% = 100 \times 0.1255 = 1.1255 - 1 \end{aligned}$$

يمكن أيضاً تطبيق هذه المعادلة على الودائع لتحديد سعر الفائدة السنوي الفعلي على الوديعة التي يتلقى عليها المستثمر أقساط فائدة منتظمة.

لتسهيل عملية المقارنة بين أسعار الفائدة، على الجهات المانحة للقروض الإفصاح عن التكلفة الحقيقية للاقتراض متضمنة سعر الفائدة السنوي الفعلي وشاملة لأي رسوم مطلوب دفعها من جانب المقترض. ويُعرّف 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. لكن تجدر الإشارة إلى أنّ المصطلحات المستخدمة لوصف معدل الفائدة السنوي الفعلي (Effective Annual Rate) قد تختلف على مستوى العالم. ويختلف معدل الفائدة السنوي المئوي (Annual Percentage Rate) باختلاف الجهة المانحة للقرض، وعلى هذه الجهات المانحة كلها أن تقدّم النصيحة والمشورة لعملائها حول معدل الفائدة السنوي المئوي الذي سيدفعونه قبل التوقيع على اتفاقياتهم معها.

٣- القروض العقارية

هدف التعلّم

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 وحدها؛ القرض العقاري المرتبط بالحساب المصرفي

١-٣ خصائص سوق العقارات والقروض العقارية

القرض العقاري هو قرض مضمون بعقار.

تعدّ القروض العقارية وسيلة متوفرة لكثير من الأفراد لتمويل شراء عقار. وبالنسبة إلى معظم 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 إما لقضاء الإجازات أو بغرض تأجيرها.

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 تحقق عوائد معقولة إذا احتفظ بها لأجلٍ طويل. 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 الرئيس")، لا تخضع عموماً لأي ضريبة على رأس المال، مثل ضريبة الأرباح الرأسمالية (Capital Gains Tax).

المنتجات الماليّة الأخرى

لكنّ تكاليف امتلاك العقارات مرتفعة، وتشمل الرسوم المهنية التي تُدفع للمحامي ومساح المباني. كما أن كل عقار يتّصف بخصائص تميّزه عن غيره، بالإضافة إلى أن جاذبية عقار من دون سواه تتأثر كثيراً بتفضيلات الأفراد الشخصية. وكما رأينا مؤخراً، فإنّ أزمات هبوط سوق العقارات أو حتى انهيارها ليست أمراً خافياً أو مستبعداً، لذلك لا ينبغي أن يفترض المستثمرون أن سوق العقارات سيتفوّق في الأداء على الاستثمارات الأخرى إلى الأبد.

سواء كان الهدف من قرض الرهن العقاري شراء عقار للسكن أو بغرض تأجيله، 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 في الحصول على القرض العقاري بحسب ما يأتي:

- الدخل والاستقرار الوظيفي
- النفقات الحالية - مثل فواتير الخدمات العامة (المياه والكهرباء) والنفقات المنزلية الأخرى والمصاريف المدرسية
- نسبة حجم القرض إلى قيمة العقار المشتري ودخل صاحب الطلب. ويشار إلى هذا باسم نسبة القرض إلى القيمة أو نسبة القرض إلى الدخل.

في حال الاقتراض لشراء عقار بهدف تأجيله، يقيّم المصرف الدخل المتوقّع تحصيله من تأجير العقار.

يمكن للفرد الحصول على قرض تمويل ثانٍ أحياناً على العقار نفسه، لكن تكون الأولوية لسداد القرض الأول في حال تعثّر المقترض 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 المقترض بسداد أقساط شهرية للجهة الممولة بحيث يشمل كل قسط جزءاً من رأس المال بالإضافة إلى الفائدة المستحقة.

مثال

اقترض علاء مبلغ ١٠٠,٠٠٠ دولار أمريكي من أحد المصارف لشراء شقة على أن يسدد القرض على مدى ٢٥ سنة، بحيث يدفع للمصرف ٦٠٠ دولار شهرياً. وبذلك يكون مجموع الأقساط التي يدفعها علاء للمصرف (١٨٠,٠٠٠ دولار (٦٠٠ دولار × ١٢ شهراً × ٢٥ سنة)، بما فيها مبلغ الفائدة البالغ ٨٠ ألف دولار على رأس المال المقترض (وقدره مئة ألف دولار). يُقسّم القسط الشهري بين أصل القرض والفائدة. وفي السنوات الأولى، تشكّل الفوائد نسبة كبيرة من الأقساط المدفوعة، وعند منتصف فترة القرض يتناقص حجم رأس المال تدريجياً، وفي نهاية عمر القرض تكون نسبة القسط المخصّصة لسداد أصل القرض مرتفعة بدرجة كبيرة عن نسبة الفائدة.

تتمثّل الميزة الأساسية لنظام القروض العقارية ذات الأقساط المنتظمة، مقارنة بأشكال القروض الأخرى، في أن المقترض يضمن سداد القرض كاملاً في المدة المحددة طالما أنه يواظب على سداد الأقساط شهرياً. أما المخاطر الرئيسية المتعلقة بهذا النظام على المقترض فهي كالآتي:

- قد تزداد تكلفة خدمة القرض، لأنّ معظم هذه القروض تحسب الفوائد على أساس سعر الفائدة المتغير الذي تعرضه الجهة الممولة للقرض. وقد يزداد هذا السعر إذا ارتفعت أسعار الفائدة.
- يواجه المقترض مخاطر انتقال ملكية العقار منه إلى المصرف إذا عجز عن سداد الأقساط، مع العلم بأنّ القرض العقاري مضمون بالعقار محلّ العقد.

٢-٢-٣ القروض العقارية على أساس دفع أقساط الفوائد وحدها

كما يوحي الاسم، يجب على المقترض في هذا النوع من القروض العقارية أن يسدّد مدفوعات الفائدة للمُقترض على مدى عمر القرض. وفي الوقت نفسه، فإنه يدّخر عمومًا بعض المال شهريًا في شكلٍ من أشكال الاستثمار.

يسعى المقترض 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 مبلغٌ من المال يكفي لسداد رأس المال المقترض أو يزيد عنه.

مثال

اقتترضت السيدة وداد ١٠٠,٠٠٠ جنيه إسترليني من أحد البنوك لشراء شقة على أساس دفع أقساط الفوائد وحدها على مدى ٢٥ سنة. وبموجب هذا القرض، يجب عليها شهريًا أن تدفع للبنك فوائد قدرها ٤٢٠ جنيهًا. وفي الوقت نفسه، تدخر السيدة وداد ١٨٠ جنيهًا كلَّ 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 المقترض على النحو الآتي:

- 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
- فضلًا 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 عامًا إلى ١٠٠,٠٠٠ جنيه إسترليني - وفي الواقع، قد تكون أقل من ذلك بكثير.

على المُقرض أن يتحقّق من توفر خطة استثمار محكمة لدى المقترض لسداد القرض العقاري.

٣-٢-٣ القروض العقارية المرتبطة بالحسابات المصرفية

القرض العقاري المرتبط بالحساب المصرفي هو مفهومٌ بسيط يعمل على أساس خصم جزءٍ من القرض العقاري بمقدارٍ يساوي مدخراتك - على سبيل المثال - عند حساب الفوائد المدفوعة على القرض وتكلفته.

مثال

افترض أن لديك قرضًا عقاريًا بقيمة ١٠٠,٠٠٠ جنيه إسترليني، ولديك حساب توفير فيه ٨,٠٠٠ جنيه إسترليني وحسابٌ 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، لذلك فإنك في الواقع تدفع فوائد على المبلغ المتبقي وحده، 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 قرضٍ عقاري أقل قليلًا، فتتوفر لديه بعض المرونة في إدارة شؤونه المالية، وقدرة أكبر على التحكم بها، إلى جانب سداد القرض العقاري بسرعة أكبر قليلًا.

٣-٣ شروط الدفع

توجد أربع طرق رئيسة لدفع فوائد القروض العقارية:

- سعر الفائدة المُتغيّر
- سعر الفائدة الثابت
- سعر الفائدة بسقفٍ مُحدّد
- سعر الفائدة المخصوم.

<ul style="list-style-type: none"> • يدفع المقترض في هذا النوع من القروض العقارية عادةً فائدة تتغير مع تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق. حالما يتم الدخول في عقد للحصول على قرض عقاري بسعر فائدة متغير، يستفيد المقترض 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 الأساس" [بالإنجليزية: "tracker" mortgage]. 	<p>القروض العقارية ذات سعر الفائدة المُتغيّر</p>
<ul style="list-style-type: none"> • يكون سعر الفائدة المفروض على المقترض في هذه الحالة ثابتاً لمدة زمنية محددة، كالسنوات الثلاث أو الخمس الأولى من عمر القرض. • يتمتع المقترض بالحماية ضد ارتفاع أسعار الفائدة في هذه المدة، بحيث يستمرّ في دفع السعر الثابت الأدنى إذا ارتفعت الأسعار. أما إذا انخفضت واستقرت عند مستوى منخفض، فلا يمكنه إلغاء القرض ذي السعر الثابت إلا إذا دفع غرامة الاسترداد المبكر. وتُحسب هذه الغرامة بحيث تضمن الجهة الممولة للقرض التعويض عن جزء من خسارتها نتيجة إلغاء قرض التمويل ذي السعر الثابت. • من الشائع في هذه القروض أن تُلزم الجهة الممولة المقترض بالاستمرار معها ودفع الفائدة بالسعر المتغيّر القياسي الذي تفرضه لبضع سنوات بعد انتهاء المدة الأولية المتفق عليها التي يشار إليها عموماً باسم مدة "التجميد" أو "الحجز" [بالإنجليزية: "lock in" period]. 	<p>القروض العقارية ذات سعر الفائدة الثابت</p>
<ul style="list-style-type: none"> • يوفّر التمويل العقاري بنظام الأسعار ذات السقف المحدد الحماية للمقترض من ارتفاع الأسعار فوق حدٍّ معيّن يدعى "سقف سعر الفائدة". • مثلاً: يمكن الحصول على قرض عقاري بسعر ٦٪ على أساس سعر الفائدة المتغير القياسي للجهة الممولة لكن بشرط عدم تجاوزه سقفاً محدداً عند ٧٪. فإذا هبطت الأسعار في السوق إلى ٥٪، يدفع المقترض الفائدة عند هذا السعر. أما إذا ارتفعت الأسعار إلى ٨٪، فلا يدفع أكثر من السقف المحدد، أي ٧٪ فقط في هذه الحالة. 	<p>القروض العقارية بسقف أعلى للسعر</p>
<ul style="list-style-type: none"> • تسعى مؤسسات التمويل إلى جذب المقترضين بواسطة عرض تمويل عقاري بسعر مخصوم، حيث يتم تخفيض سعر الفائدة الذي يبلغ ٦٪ مثلاً إلى ٥٪ في السنوات الثلاث الأولى من عمر القرض. • من الممكن أن تجذب هذه القروض المقترضين الراغبين في نقل قروضهم العقارية إلى جهة ممولة جديدة، أي المقترضين الذين يبحثون دوماً عن أسعار أفضل لقروضهم العقارية. وقد تكون هذه القروض مفيدة أيضاً بالنسبة إلى المقترضين الذين يقترضون المال لشراء أول منزل يسكنونه، حيث يصبحون ملاك للمنزل حين يكون لديهم مستوى دخل منخفض نسبياً لكنه آخذ في الارتفاع تدريجياً. 	<p>القروض العقارية بالسعر المخصوم</p>

٤-٣ التمويل الإسلامي

هدف التعلّم

٣-٣-٩ معرفة تحريم الفائدة في سياق التمويل الإسلامي وأنواع عقود القروض العقارية

يُعرّف التمويل الإسلامي بأنه المنهج المستخدم لتحديد أنواع الاستثمارات المقبولة وسبل جمع رأس المال اللازم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

من 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 مُحزّمة، بوجهٍ عامٍ، بموجب أحكام الشريعة الإسلامية. لذلك، يجب أن تخلو العقود جميعها من عنصر الشكّ غير المبرّر وعدم اليقين، ويجب أن تتمتع الأطراف المعنية بمعرفة كاملةٍ 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 تمويلًا مضمونًا بالأصول، ما يعني أن المصرف الإسلامي لا يقوم بأي نشاط ما لم يُشترى 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 مُحزّمة 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. وتالياً 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 التقليدية حيث يقترض المشتري المال من أحد المقرضين ثم يُعيد سداده مع الفوائد المستحقة عليه، تقدّم المصارف الإسلامية خططاً لشراء المنازل باستخدام هياكل تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية التي حدّتها 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. ويتوقّف نوع القرض العقاري الممنوح على الطريقة التي تختارها مؤسسة التمويل الإسلامي والمنافسة والمنتجات الأكثر قبولاً لدى قاعدتها من العملاء.

في 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:

- **المراوحة:** يقوم المصرف بشراء العقار ثم يبيعه للعميل بسعر أعلى. وعلى المشتري سداد المبلغ الأعلى في صورة أقساط، حيث يُسَدّد في مدة تزيد عادةً على ١٥ سنة. وبما أن رأس المال هو الذي يُعاد سداده 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 حصّة 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 أنّ المصرف يمتلك جزءاً كبيراً منه. لذلك 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 جميع الأقساط اللازمة لتملك المنزل وتسوية عمليات التمويل، تنتقل ملكية العقار بالكامل للعميل، حيث يصبح منذ ذلك الوقت مالِكاً لمنزله، من دون أن يكون قد سَدّد أي فوائد.

بالطبع، تتجاوز أبعاد التمويل الإسلامي حدود القروض العقارية، وتُعدّ من بين المجالات الأسرع نمواً في الميدان المالي.

٤- التأمين على الحياة

يوقّر قطاع التأمين بوالص التأمين على الحياة والحماية وبيعها لتزويد الأفراد بنوعٍ 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

هدف التعلّم

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. وتنطوي هذه البوالص على دفع أقساط منتظمة مقابل غطاء التأمين على الحياة، وهو مبلغ مقطوع يستحق دفعه عند الوفاة.

في 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 تحقّقها 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 فحسب، حيث لا يستحقّ مبلغ التأمين إلا إذا حدثت الوفاة في المدة التي تغطّيها البوليصة.

٤-١-١ التأمين مدى الحياة

هناك ثلاثة أنواع من بوالص التأمين مدى الحياة:

- **بوالص التأمين من دون الاشتراك في الأرباح** التي تشمل مبلغ التأمين وحده.
- **بوالص التأمين مع الاشتراك في الأرباح**، ويحصل صاحب البوليصة على مبلغ التأمين المضمون بالإضافة إلى أي أرباح يتم تحقيقها في المدة الواقعة ما بين استخراج البوليصة وتاريخ الوفاة.
- **بوالص التأمين المرتبطة بوحدات الصناديق الاستثمارية**، حيث يرتبط العائد مباشرة بالأداء الاستثماري للوحدات في صندوق شركة التأمين.

ولا يقتصر الدفاع وراء استخراج هذه البوالص في العادة على المبلغ المؤمن عليه فحسب، 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.

٤-١-٢ التأمين المؤقت على الحياة (التأمين لأجل)

يُعدّ التأمين المؤقت من أنواع بوالص التأمين التي تنطوي على قيام شركة التأمين بدفع مبلغ مقطوع في حالة حدوث الوفاة أو الإصابة بمرض خطر في مدة زمنية محددة.

يُستخدم التأمين لأجل لأغراض متنوعة، مثل ضمان توفر 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.

عند استخراج بوليصة التأمين على الحياة، يحدد الفرد المبلغ الذي يرغب في أن تدفعه الشركة في حالة وقوع حدث الوفاة، والمدة الزمنية التي يرغب في تغطيتها. فإذا توفي الشخص المؤمن على حياته في أثناء هذه المدة، فستدفع الشركة مبلغاً مقطوعاً يعادل مبلغ التأمين على الحياة المتفق عليه عند استخراج البوليصة. وفي بعض بوالص التأمين، إذا سُخِّصت 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 القسم ذي الصلة:

١. ما هو التحدي الأكبر الذي يواجه معاشات التقاعد الحكومية حول العالم؟
مرجع الإجابة: القسم ١-١
٢. ما الفرق بين نظام المزايا المحددة ونظام المساهمات المحددة في صناديق التقاعد؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-١
٣. كيف يمكن مقارنة أسعار الفائدة على مختلف أنواع القروض أو الحسابات بسهولة؟
مرجع الإجابة: القسم ٢-٢
٤. تقدّم الشركة (أ) قروضاً بفائدة سنوية نسبتها ٦٪ تدفع كل سنة، بينما تقدّم الشركة (ب) قروضاً بفائدة نسبتها ٦٪ سنوياً تدفع كل ثلاثة أشهر. فأَي قرض يُعدُّ الأعلى ثمناً بين الاثنين؟
مرجع الإجابة: القسم ٢-٢
٥. لديك شركة تقدّم قروضاً بسعر فائدة سنوي ثابت قدره ٦٪ يسدّد كل ربع سنة (أي كل ثلاثة أشهر). ما معدّل الفائدة السنوي المئوي (APR) المفروض على القرض؟
مرجع الإجابة: القسم ٢-٢
٦. ما المقصود بالقرض العقاري العادي وما هي مميزاته؟
مرجع الإجابة: القسم ١-٢-٣
٧. ما المخاطر الرئيسية المرتبطة بالقرض العقاري على أساس دفع أقساط الفوائد وحدها؟
مرجع الإجابة: القسم ٢-٢-٣
٨. ما الاختلافات الرئيسية بين الطرق المختلفة لحساب الفوائد على القروض العقارية؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-٣
٩. في التمويل الإسلامي، ما الفرق بين المرابحة والإجارة؟
مرجع الإجابة: القسم ٤-٣
١٠. ما هي الفروقات الرئيسية بين سياسات المنظمات غير الربحية، والهادفة للربح، والمرتبطة بالوحدات؟
مرجع الإجابة: القسم ١-٤

الفصل العاشر

المشورة المالية

١٧٣	١. المشورة المالية
١٨١	٢. المفاهيم القانونية في المشورة المالية
١٨٥	٣. عملية المشورة المالية

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

١- المشورة المالية

هدف التعلّم

١-١-١٠ فهم المجالات الرئيسية للمشورة المالية: الموازنة؛ الحماية؛ الاقتراض؛ الاستثمار؛ الادخار؛ والتخطيط للحياة؛ وتخطيط التركات؛ والتخطيط الضريبي؛ والاعتبارات الخارجية

بعد أن غطينا الأسواق والأصول والصناديق والمنتجات المالية الأخرى، يبقى أن نتناول عنصرًا أساسيًا واحدًا - المشورة. المشورة المالية هي المساعدة المقدمة للفرد عندما ينظر المستشار المالي في احتياجات هذا الفرد المالية ويوصي بمنتجات معينة لتلبية هذه الاحتياجات. يمكن للمستشار المالي تقديم المشورة في ما يتعلق بالشؤون المالية للفرد ككل، أو في ما يتعلق بمسألة محددة لديه.

غالبًا ما يتطلب تلقي المشورة المالية إجراء مقابلة شخصية مع أحد المستشارين، على الرغم من إمكان 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 حقًا 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 إكمال حصوله على تصنيف ائتماني جيد.
- من المرجح أن يتم قبوله للحصول على قرض عقاري أو قرض.
- يمكنه تحديد المجالات التي يمكن تحقيق وفورات فيها.
- يمكنه الادخار للإنفاق المخطط له أو للمستقبل فحسب.

تتمثل الخطوة الأولى للسيطرة على الشؤون المالية في إعداد موازنة، وتسجيل مصادر الدخل والنفقات على مدار عام. إذا كان الفرد ينفق أكثر من اللازم، فيمكن أن يساعد 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 البشر يمكنهم تدبير الأمور من دون الاقتراض، 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، على العملاء التفكير ما 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 تُفرض على المدفوعات المتأخرة أو المستحقة ولم تُدفع
- التكلفة في الأسبوع/ الشهر ونقاط الاختلاف بينهما.

٣-١ الحماية

على جميع المستهلكين 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، على المستشار استكشاف ما قد يحدث والعواقب المحتملة مع العميل. على الرغم من أنه لا أحد يستطيع التنبؤ بالمستقبل، فإن ذلك لا يمنع من التفكير في الأحداث المستقبلية ثم تقييم ما إذا كنا مستعدين لها. وذلك من خلال مجموعة واسعة من منتجات الحماية التي تسوقها شركات التأمين. وسوف نستكشف خصائص بعض هذه المنتجات أدناه.

١-٣-١ التأمين ضد الأمراض الحرجة

صُمم 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 التأمين وقيمه 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:

- تُحدّد الأمراض الخطيرة التي تُغطى بوضوح، على سبيل المثال، لا يُؤمن 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 ينتهي قبل أن يبلغ الفرد سنّ السبعين. تمنح تغطية التأمين مبلغًا مقطوعًا إذا شُخصت إصابة الفرد بمرض خطير وسيكون عادةً معفى من الضرائب. ثم تتوقف التغطية التأمينية.
- يمكن عادة 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

صُمِّمَ 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 وقيمه بسهولة من خلال التفكير في كيفية استمرار الأسرة في دفع فواتيرها إذا أصيب صاحب الدخل الرئيس بالمرض. تتضمن بعض المزايا الرئيسية لهذا النوع من بوالص التأمين ما يلي:

- الظروف التي سُدِّفَع بموجبها فائدة محددة بوضوح، المرض أو الإصابة التي قد يعاني منها الفرد يُشار إليها على أنها "عجز"، وستحدد بوليصة التأمين ما يندرج في هذا الإطار بحسب مهنة الشخص.
- 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 المطالبة، يجوز لشركة التأمين تمديد فترة التأجيل أو حتى رفض المطالبة. لا يوفى 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 إلى معظم الأشخاص، قد تكون هناك حاجة لعنصر من كل منهما، لذلك تقدم بعض شركات التأمين قائمة منتجات فيها مجموعة من التغطيات بموجب بوليصة واحدة.

١-٣-٣ تأمين سداد الرهن العقاري

صُمِّمَ 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 متاحاً لدى المؤسسة التي اقترض 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 تقديم الفوائد طويلة الأجل.

تُطبَّق نفس المزايا الأساسية التي أوضحت 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 تذبذب أسعار الفائدة على الرهن العقاري.
- يمكن خفض مبلغ التأمين المستحق لمراعاة الدخل من مصادر أخرى وقد تكون هناك قيود على الحد الأقصى للمبالغ التي تُدفع. نتيجة لذلك، قد لا يغطي مبلغ التأمين مدفوعات الرهن العقاري.

١-٣-٤ 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. وعلى الرغم من أنها غير مكلفة نسبيًا، يجب النظر بالتفصيل في الاستثناءات والحدود المطبقة وفقًا 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 يومًا.

عند تقديم المطالبة، ستقوم شركة التأمين بتقييم مدى أهلية الفرد، وقد ترفض المطالبة نتيجة لظروف طبية موجودة مسبقًا حتى لو كان قد كُشِف عنها مسبقًا.

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 ونفقات المستشفى. قد يستغني عنها الأفراد، أو تُقدّم كجزء من عقد عمل الفرد.

بعض السمات الرئيسية لهذا التأمين هي:

- التكاليف التي تُغطى عادة ما تكون محددة بدقة.
- ستكون هناك قيود على ما سيدفع لكل مطالبة، أو حتى على مدى فترة مثل عام.
- قد لا تُضمّن الرعاية العادية التي يمكن أن يتعامل معها الطبيب المحلي للشخص.

مرة أخرى، ستكون هناك استثناءات، على سبيل المثال، للحالات الصحية الموجودة مسبقاً.

٧-٣-١ الرعاية طويلة الأجل

الغرض من تأمين الرعاية طويلة الأجل هو توفير الأموال المطلوبة لاحقاً 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 تُدفع 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:

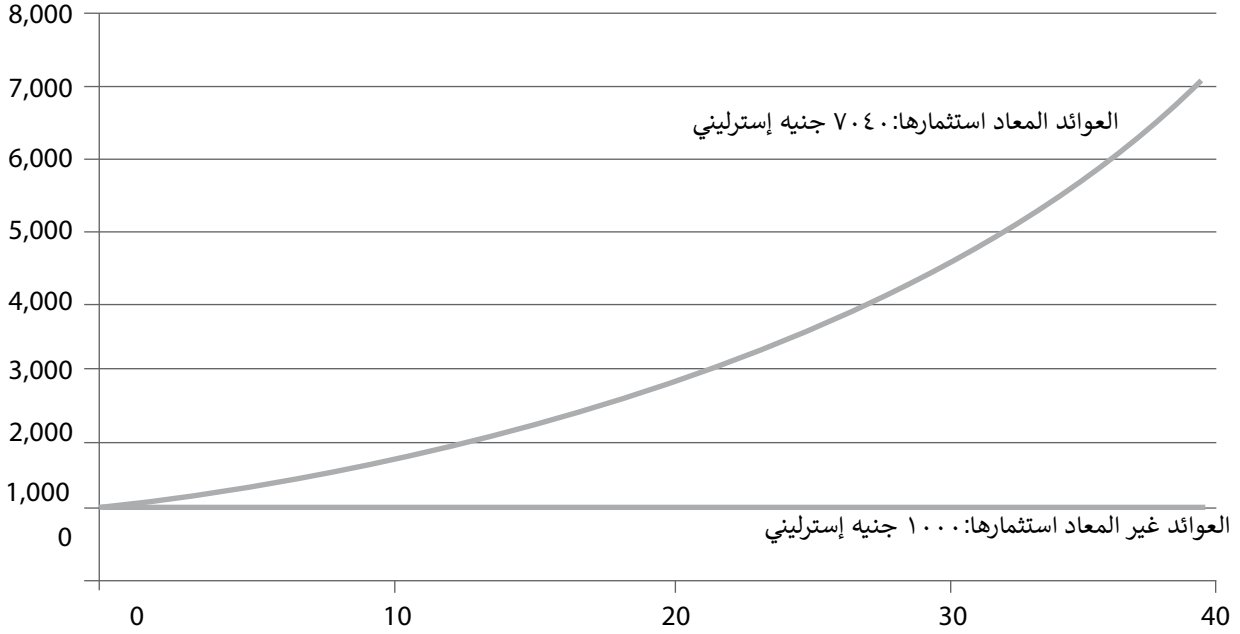
- توفير غطاء تعويض للمطالبات ضد الشركات بسبب خلل في العمل أو البضائع.
- حماية القروض التي حُصلَ عليها وتأمينها مقابل أصول الفرد.
- توفير دخل إذا كان المالك غير قادر على العمل وتوقف العمل.
- تقديم مدفوعات في حالة وفاة عضو رئيس في شركة ما، لتغطية أي تأثير على أرباحها.
- تقديم مدفوعات في حالة وفاة أحد المساهمين 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 تُدفع أي فائدة مكتسبة على المال إلى حساب، سيبدأ في جني الفائدة عليها أيضاً. وتُعرف هذه بالفائدة المركبة، وعلى المدى الطويل، تحدث فرقاً كبيراً في قيمة المدخرات.

المشورة المالية

على سبيل المثال، استثماران منفصلان بقيمة ١٠٠٠ جنيه إسترليني يحقق كل منهما فائدة بقيمة ٥٪ سنويًا. في أحدها، تُسحب الأرباح كل عام، ومن ثم، تظل قيمة الاستثمار كما هي، ممثلة بالخط المسطح في الرسم البياني أدناه. وعلى الجانب الآخر، يُعاد استثمار الفائدة كل عام، كما هو موضح في الخط العلوي المنحني. نظراً إلى أن الأرباح المُعاد استثمارها تحقق عوائدها السنوية بنسبة ٥٪، فإن القيمة المتراكمة تتسارع في نهاية فترتي ٢٠ و ٤٠ عامًا على التوالي.



يمكننا أن نعرّف مصطلح "الادخار" على أنه وضع الأموال جانبًا من دون مخاطرة، وعادةً 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 دائمًا 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 أسعار الفائدة المتعددة على مكافآت مؤقتة لمدة ثلاثة أو ٦ أو ١٢ شهرًا، وبعد ذلك، غالبًا 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 مثلًا، 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 سابقًا، 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 نظرًا إلى أن قيمتها يمكن أن ترتفع وتخفض، 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. فنظراً إلى التطورات الطبية والتحسينات العامة في الصحة، فقد ارتفع متوسط العمر المتوقع لمعظم البشر بشكل ملحوظ خلال العقود القليلة الماضية.

لكن إمكان التمتع بهذه السنوات الإضافية صار يتطلب الحاجة إلى وجود مستوى من الدخل يكفي لتمويل نمط الحياة الذي يطمح إليه البشر. والقدرة على التمتع بالتقاعد بدلاً من مجرد تحمله تتطلب 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، مناسباً 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 أيضاً عن توفير الأموال اللازمة للتقاعد.

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 شخصاً 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 \$٢٥,٠٠٠ من مدخراته المتراكمة بأسعار اليوم. بعد ذلك، يتعين عليه تحديد معدل العائد المناسب للصندوق، وفي هذا المثال، سنفترض أنه يمكن أن ينتج عائداً بنسبة ٤٪ سنوياً.

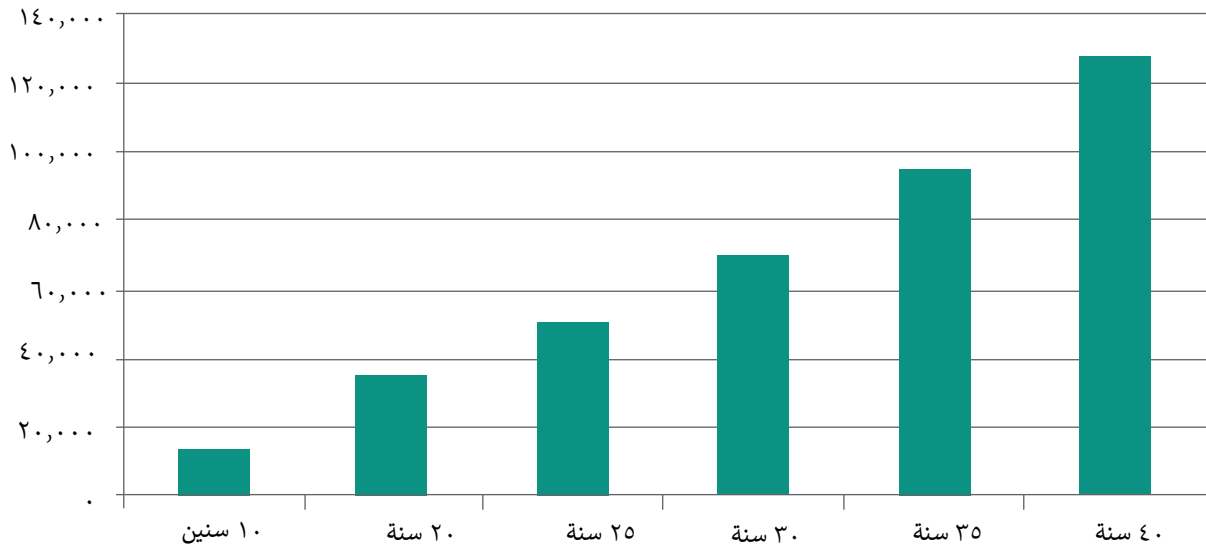
ومن هذا المنظور، يمكننا الحصول على فكرة بسيطة عن حجم التمويل المطلوب. يمثل الدخل البالغ \$٢٥,٠٠٠ نسبة ٤٪ من صندوق التقاعد، لذلك فإن الصندوق المطلوب سيكون:

$$\$625,000 = \$25,000 \div 0.04$$

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 التالي تأثير توفير \$١٠٠٠ سنوياً لفترات زمنية مختلفة، مع افتراض متوسط معدل عائد بنسبة ٥٪. إذا تمكن شخص ما من البدء في الادخار مبكراً للتقاعد، ثم ادخر لمدة ٤٠ عامًا، فسيؤدي ذلك إلى إنشاء صندوق يبلغ حوالي \$١٢٦,٨٤٠ بالعودة إلى مثالنا، فإن هذا يعني ضرورة توفير \$٥,٠٠٠ في السنة وسطياً، وهذا مطلبٌ غير منطقي على الأغلب في السنوات الأولى، ما يعني أن المساهمات اللاحقة يجب أن تكون أعلى بكثير لتعويض النقص.

ما يجب أن تراه أيضاً هو أن التأخر في البدء في الادخار لمدة عشر سنوات، وتالياً الادخار لمدة ٣٠ عامًا فقط، يعني أن الأموال المتراكمة ستكون بقيمة \$٦٩,٧٦١ فقط. إذا 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 التركات

يهتم تخطيط التركات بالتأكد من أن العميل يتخذ الخطوات المناسبة لضمان انتقال ثروته المتراكمة إلى المستفيدين المقصودين بأسلوب ضريبي فعال قدر الإمكان.

يمكن أن يكون موضوعًا معقدًا، لكنه 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 التركات في تقييم مدى أصول العميل والتزاماته. وهي تشمل 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 العملاء للنظر إلى المجالات الرئيسية الثلاثة التالية:

١. ما إذا كانوا بحاجة إلى تنفيذ توكيل رسمي (POA) لحماية مصالحهم عندما يكونون غير قادرين على إدارة شؤونهم.
٢. من هم الذين 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 يجب 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 وفقًا لرغبته ويجب أن يأخذ مشورة متخصصة حتى يتم أخذ القوانين ذات الصلة في الاعتبار.

يُنظر إلى الوصية عمومًا 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 والداهم 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 احتُفظ بالأصول الخارجية، وخاصة الممتلكات، فيجب عمل وصايا منفصلة في كل بلد. بشكل عام، يجب أن تُصاغ بواسطة متخصص في الولاية القضائية المعنية.

إذا لم تُعمل وصية، فإن النظام القانوني سيحدد من يرث. فعندما يموت شخص من دون ترك وصية، تحدد مجموعة من القواعد من سيرث ممتلكاته. قد تنص هذه القواعد على أن التركة ستورث بطريقة لم يكن يريد بها العميل.

٧-١ التخطيط الضريبي

يمثل موضوع التهرب الضريبي قضية رئيسة في العديد من البلدان. وفي أوقات سياسة التقشف وخفض مصروفات الخدمات العامة، يُدان على نطاق واسع تجنب الأفراد الأثرياء والشركات متعددة الجنسيات للضرائب ويؤدي إلى إنشاء تعريفات جديدة لما هو مقبول.

التجنب الضريبي مقارنة بالتهرب الضريبي	
التجنب الضريبي	<ul style="list-style-type: none"> بشكل عام، التجنب الضريبي هو الاستغلال القانوني للنظام الضريبي لمصلحة الفرد، لمحاولة تقليل مبلغ الضريبة مستحقة الدفع بالوسائل التي تقع ضمن القانون، مع الإفصاح الكامل عن المعلومات الجوهرية للسلطات الضريبية.
التهرب الضريبي	<ul style="list-style-type: none"> 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 كان يُعبّر عن الاختلاف بين التجنب الضريبي والتهرب الضريبي ببساطة بأنّ الأول قانوني والثاني غير قانوني، فإن التصورات العامة لما هو مقبول للتجنب الضريبي تؤدي إلى تعريف المصطلحات بعناية أكبر.

يُستخدم الآن 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، ولذلك يعتقد بعضهم أنه غير مقبول، وإن لم يكن إجرامياً، بسبب طريقة التجنب.

يتزايد استخدام التعاون الدولي لتحسين تبادل المعلومات بين الدول من أجل مواجهة التجنب والتهرب الضريبي على الصعيد العالمي.

٨-١ الاعتبارات الخارجية

لكل بلد 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 البلدان بشكل عام على أنها إما نظام ضرائب عالمي أو إقليمي/محلي:

- بموجب نظام الضرائب العالمي، تُفرض ضريبة على المقيمين في ذلك البلد 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، تُفرض ضريبة على المقيمين على الدخل والأرباح الرأسمالية الناشئة في ذلك البلد، ولا يخضع الدخل والأرباح خارج ذلك البلد للضريبة.
- مع ذلك، بعض البلدان التي تتبنى النظام الإقليمي توسع القاعدة الضريبية للمقيمين لتشمل الدخل والأرباح، في حال تحويل هذا الدخل أو الأرباح إلى بلد الإقامة.

٢. المفاهيم القانونية في المشورة المالية

هدف التعلّم

١-٣-١٠ معرفة المفاهيم القانونية الرئيسية المتعلقة بما يلي: الأشخاص الاعتباريون (انعدام الوصاية/ الوصاية/ الممثلون الشخصيون/ الأمناء/ الشركات/ الالتزامات المحدودة/ الشركات)، 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 كل ولاية قضائية تأثير كبير في توفير الخدمات المالية. لذلك، من المهم أن تكون على دراية ببعض المفاهيم القانونية الشائعة وكيف يمكن أن تؤثر في 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 عدداً 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، فيمكنه الدخول في عقود بشرط ألا تكون غير قانونية أو باطلة لأسباب تتعلق بالسياسة العامة. تكمن أهمية ذلك بالنسبة إلى شركة 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 من دون السن القانوني، فالوضع مختلف. ففي المملكة المتحدة، يُعرف الأفراد الذين تقل أعمارهم عن ١٨ عاماً بأنهم قاصرون ويمكنهم إبرام عقد بموجب القانون، لكن العقد ملزم للبالغين، مع أنه 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، بل يعني أنها قد تضع متطلبات إضافية لحماية نفسها، لا سيما عند فتح حسابات للأطفال من 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 بالنيابة.

هناك أنواع مختلفة من التوكيلات الرسمية، تختلف حسب الولاية القضائية.

التوكيل العادي (Ordinary Power of Attorney)

يخول التوكيل الرسمي العادي (OPA) أو التوكيل العام (في الولايات المتحدة) شخصاً واحداً 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 مؤقتاً على رعاية شؤونهم المالية. عادة ما ينتهي التوكيل إما في وقت محدد أو بناءً على طلب المانح في أي وقت، ويُلغى تلقائياً إذا فقد المانح قدرته العقلية. ويحتاج 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.

٣-١-٢ الممثلون الشخصيون

عندما يتوفى شخص، يحتاج شخصٌ ما إلى تحصيل أصوله وتسوية ديونه 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.

كي يمكن لمنفذ الوصية أو مدير التركة أن يتحكّم 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 تفويضٍ بحصر الإرث أو تفويضٍ بإدارة التركة.

يحدث ذلك وفق أحد سيناريوهين عادةً:

- عندما يترك المتوفى وصية، يجوز له تعيين من يتعامل مع شؤونه 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 شؤونه 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، تُسجّل بعد ذلك في كل مؤسسة مالية وتكون دليلًا رسميًا على تعيين المنفذ أو المسؤول. يسمح هذا عندئذٍ للشركة بأخذ تعليمات منهم حول كيفية تعاملهم مع الأصول.

٤-١-٢ 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 (أو الواهب)، بينما يُطلق على الشخص الذي يُمنح الممتلكات، من أجل الاعتناء بها نيابة عن الآخرين، اسم الأمين (أو الوصي)، ويُعرف الأفراد الذين حُصوا بها بالمستفيدين.

تُحدّد شروط الوصاية في صك الوصاية الذي يعيّن أيضًا الأمانة ويمنحهم صلاحيات لإدارة الوصاية واستثمار الأصول. تُحوّل الأصول إلى وصاية، وهذا يشمل أن يصبح الأمانة هم الملاك القانونيين للأصول على الرغم من استمرارهم في حيازتها وفقًا لشروط الوصاية ولمصلحة المستفيدين.

نظرًا إلى أن الأمانة مسؤولون عن إدارة الوصاية وهم المالكون القانونيون لأصولها، فإنهم يتمتعون بالأهلية القانونية للدخول في عقود نيابة عن الوصاية. لذلك، ستحتاج المؤسسة المالية إلى الاطلاع على صك الوصاية والتحقق من المستند لتأكيد سلطة الأمانة 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. فذلك يمنح المساهمين "مسؤولية محدودة"، أي أن مسؤوليتهم عن الشركة تنحصر في المبلغ الذي استثمروه فيها.

لذلك، فإن الشركة هي كيان منفصل عن مساهمها، إنها شخص اعتباري في حد ذاته، منفصل تمامًا عن أولئك الذين يمتلكونه (المساهمون) وأولئك الذين يديرونه (المديرون).

تعمل الشركة من خلال مديريها المخولين بإدارتها وإبرام العقود نيابة عنها. لذلك، تحتاج المؤسسة المالية إلى الاطلاع على مستندات تأسيس الشركة 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 شركات، بما في ذلك المؤسسات الخيرية والمنظمات غير الهادفة للربح (NPOs).

في حين أنه لا توجد حاجة إلى وجود أي اتفاق مكتوب لوجود شراكة، تكون هناك عادة اتفاقية شراكة تأخذ شكل عقد يحدد الطريقة التي تعمل بها الشراكة. وللشركاء حرية اتخاذ قرار في شأن 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 بعضاً، 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) ويجوز لها تالياً الاحتفاظ بالأرض والممتلكات باسمها، ولديها شركاء معينون بمنزلة موظفي الشركة.

٧-١-٢ 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 كممثل للموكل بطرق أخرى.

مثال على ذلك عندما يشتري المالك عقاراً أو يبيعه، يقوم بتعيين وكيل عقارات لإيجاد مشترٍ للعقار الذي يرغب في بيعه، بالإضافة إلى محامٍ يتصرف مع أي مشاكل قد تنشأ فيما يتعلق بنقل الملكية القانونية. يمكنهم أيضاً تعيين وكيل تأجير يتمثل دوره في إيجاد مستأجر والتوقيع أحياناً على اتفاقية الإيجار نيابة عن المالك. وفي كل حالة، يتصرف كوكيل، لكن قد تختلف سلطته في التصرف، ما يجعل النقطة الأساسية هي قدرة الوكيل على إلزام الطرف الأصلي العقد الذي يبرمه الوكيل نيابة عنه، وأحياناً من 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 انتهاكات تطلت على صلاحيات السلطة الممنوحة. ومع ذلك، قد يوسع القانون العام نطاق سلطة الوكيل إلى أكثر من ذلك لحماية طرف ثالث بريء. وهكذا، يكون 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، وتظهر أوجه الاختلاف بينهما في القانون العام. وعلى الرغم من ذلك، لا تزال القوانين الحديثة تفرق هذين القانونين وسواهما من القوانين التي تخضع لها الممتلكات الشخصية عن القوانين 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 تُنبت 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 يُحتفظ بالأصول بأسماء مشتركة، تنتقل ملكية حصة المتوفى تلقائيًا 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 يقوم بعد ذلك تلقائيًا بتحويل الحساب إلى اسمها، وتلقّي تعليماتها في شأن ما سيحدث للحساب. ولا يعد من الضروري تقديم طلب منح الوصايا (يُشار إليها أيضًا باسم تأكيد أو خطابات الإدارة) وعادةً ما تصدر هذه الخطابات عن محكمة.

يوجد نوع بديل من الملكية المشتركة يعرف باسم الإيجار المشترك. ويتمثل عندما يكون أحد الأصول مملوكًا لشخص واحد أو أكثر يمكنهم امتلاك الأصل بحصص متساوية أو من المحتمل أن تكون غير متساوية. وقد تكون هذه الأصول الأرض أو مجرد حساب مصرفي يُحتفظ به بهذه الطريقة الملائمة إدارياً.

يتمثل الاختلاف الرئيس مع الإيجار المشترك في أنه في حالة وفاة أحد المالكين، لا ينتقل نصيبهم من العقار تلقائيًا إلى المالك الباقي على قيد الحياة، بل ينتقل إلى الشخص المحدد في الوصية؛ وفي حال عدم وجود وصية، يخضع نقل الملكية إلى القوانين المطبقة عند انعدام الوصية.

٣-٢ 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 (أما الإفلاس فلا ينطبق إلا على الفرد من دون 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 يُعلن عن إفلاسك، لا يزال بإمكان المحضرين القدم والمطالبة بأخذ المقابل.

في الشركات، العمليتان الرئيستان اللتان تمت مواجهتهما هما التصفية والإدارة:

- التصفية هي النهاية القانونية لشركة محدودة، بعد التصفية، تُزال الشركة من سجل الشركات الرسمي (Companies House Register) - وهي عملية تعرف باسم "الشطب". وعند ذلك الحد، لا تعود هذه الشركة موجودة قانونيًا. ويمكن تصفية كل من الشركات المعسرة وغير المعسرة، ولكن، تختلف هذه العملية اختلافاً طفيفاً لكل منهما. يقوم المصفي ببيع أصول الشركة، ويدفع لدائني الشركة ويوزع أي رأس مال متبقي على المساهمين.
- عندما توضع الشركة تحت الإدارة، يُعيّن ممارس الإعسار أو "المسؤول" للسيطرة على الشركة. ويقوم بوضع خطة من أجل:
 - استعادة جدوى الشركة في 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 جرت تصفيتها.

٤-٢ 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، وعلى 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 لدى مركز الإبلاغ عن الاحتيال (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. في أوروبا، يتولى المكتب الأوروبي لمكافحة الاحتيال (OLAF) مسؤولية الحماية من عمليات الاحتيال والنصب، وإجراء تحقيقات مستقلة في عمليات الاحتيال والفساد المتعلقة بأموال الاتحاد الأوروبي، ووضع سياسة سليمة لمكافحة الاحتيال في الاتحاد الأوروبي.

٣- عملية المشورة المالية

هدف التعلّم

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 طُبِّقت 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 الإستراتيجية لتلبية أهداف العميل.
٣. تنفيذ الإستراتيجية من خلال اختيار المنتجات المناسبة.
٤. إعادة النظر في الاستثمارات المُوصى بها للتأكد من استمرارها في تلبية احتياجات العميل.
٥. إعادة النظر بشكل دوري في أهداف العميل ومراجعة الإستراتيجية والمنتجات المحتفظ بها، إذا لزم الأمر.

٣-١ علاقات العملاء ومهارات الاتصال

تفتقد العملية المذكورة أعلاه إلى خطوة رئيسة في عملية المشورة المالية، وهي إنشاء علاقة فعالة مع العميل تسمح للمستشار بجمع جميع المعلومات اللازمة لتقديم المشورة المناسبة، حتى يكتسب المستشار ثقة العميل، ويقدم الأسئلة والتوضيحات والتوصيات بطريقة واضحة ومفهومة. ولا يمكن الحصول على أفضل النتائج إلا من خلال إشراك العميل في عملية المشورة المالية والتأكد من فهمه الكامل لضرورة توفر المعلومات وسبب تقديم التوصيات.

تعتمد طبيعة العلاقة مع العميل على الخدمة المقدمة، وقد يتسع نطاق تلك الخدمات ليشمل التسهيلات اللازمة لتنفيذ المعاملات من دون أي مشورة، والعلاقات المستمرة التي تتعامل مع المجالات المالية المختارة وحدها، أو يمكن أن تقتصر على إدارة الاستثمار فحسب، أو تمتد إلى إدارة الثروات المتعمقة أو الخدمات المصرفية الخاصة. ويمكن، إذن، أن تكون علاقة العميل خدمة لمرة واحدة لتلبية احتياجات العميل، أو علاقة طويلة الأجل حيث يلعب المستشار دورًا رئيسًا في تحقيق العميل لأهدافه المالية طويلة الأجل.

مهما كانت الخدمة، فإن لدى المستشار واجب ائتماني تجاه موكله يتطلب منه مراعاة أعلى معايير السلوك الشخصي، والاحترام الكامل للثقة في تلك العلاقة. يمكن، إذن، اعتبار المسؤوليات الرئيسية للمستشار على النحو التالي:

- مساعدة العملاء على تحديد الأهداف وتحديد أولوياتهم.
- توثيق أهداف العميل الاستثمارية وتحمل المخاطر.
- تحديد الإستراتيجية 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 باكرًا من اجتماع ما.
- إيضاح عملية جمع المعلومات التي تهدف إلى ضمان جودة المشورة التي تُقدَّم.
- استخدام مجموعة من الأسئلة المفتوحة والمحددة لتحديد المعلومات المطلوبة.
- استخدام المصطلحات اليومية وشرحها وتبيان متى 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 معه ثم يتفقون معه 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 - لا أصوله والتزاماته فحسب، بل منتجات تأمين الحياة أو ضمانها التي قد تكون موجودة لديهم. وظروف أسرهم وصحتهم وخططهم وتوقعاتهم المستقبلية، فلذلك كله نفس القدر من الأهمية أيضًا.

فعلى سبيل المثال، يتطلب أحد المبادئ ١١ لهيئة مراقبة السلوك المالي (FCA) من الشركات أن تبذل 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، ويحتاج المستشار إلى إجراء مقابلة مفصلة، وربما مطولة، مع العميل من أجل فهم الأصول والالتزامات الموجودة لديهم قبل الانتقال إلى تطوير فهم حقيقي لاحتياجاتهم.

بعد إكمال هذه العملية فحسب، 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 ملاءمة أي توصيات تقدمها. للقيام بذلك، يجب على الشركة التأكد من أن المعلومات التي تجمعها تتضمن أيضًا تفاصيل حول:

- معرفة العميل وخبرته في ما يتعلق بالاستثمار أو الخدمة التي سيُنظر 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 دائماً 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. وتنشأ الاختلافات في المواقف بسبب الفروق الفردية في الظروف والتجارب والتركيب النفسي.

يجب أن يعتمد ملف تعريف مخاطر العميل على قدرته على تحمّل المخاطر وموقفه تجاهها والقدرة على تحمل الخسائر.

تقييم المخاطر	
تحمّل المخاطر	• هذه سمة شخصية، أفضل وصف لها على أنها رغبة العميل في قبول مستوى معين من التقلبات في قيمة استثماراته من دون الشعور برغبة فورية في البيع.
الموقف من المخاطرة	• يمثل هذا الموقف الرأي الشخصي للعميل في شأن 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 بالعميل تأثير كبير في إستراتيجية التخطيط المالي التي يوصي بها المستشار. وسوف تظهر نفسها في الأهمية التي تُعطى للحماية المالية وفي الاختيار المقبول للمنتجات الاستثمارية.

يمكن تحديد قدرة العميل على المخاطرة بطريقة موضوعية من خلال تقييم ثروته ودخله بالنسبة إلى أي التزامات. وعلى النقيض من ذلك، فإن استعداده 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 إلى الآخرين في حدوث ضائقة.

أدناه أمثلة على العوامل الموضوعية والذاتية التي يمكن إنشاؤها والتي تساعد في تحديد ملف تعريف مخاطر العميل:

أمثلة على العوامل الموضوعية	
الجدول الزمني	<ul style="list-style-type: none"> • النطاق الزمني الذي قد يكون العميل قادرًا على الاستثمار فيه سيحدد المنتجات المناسبة والمخاطر التي ينبغي تبنيها. • على سبيل المثال، لن يكون هناك مبرر كبير لاختيار استثمار ذي مخاطر مرتفعة في صناديق استثمارية مستحقة في غضون ١٢ شهرًا. على عكس ذلك، عندما يرغب شخص في الثلاثينيات من عمره في الاستثمار من أجل التقاعد، فهو يهدف إلى تحقيق نمو على المدى الطويل، وتالياً، فإن الاستثمارات عالية المخاطر ستكون أكثر ملائمة.
الالتزامات	<ul style="list-style-type: none"> • من المرجح أن يكون للالتزامات العائلية تأثير كبير على ملف مخاطر العميل. • على سبيل المثال، إذا اضطر العميل إلى دعم الأقارب المسنين، أو الأطفال عند التحاقهم بالجامعة، فسيكون لذلك تأثير حاسم في حجم المخاطر التي يمكنه تحملها. وبينما قد يكون العميل بطبيعته مستثمر مغامر، فإنه سيرغب في الوفاء بالتزاماته، وهذا سيجعل الاستثمارات عالية المخاطر أقل ملائمة.
الثروة	<ul style="list-style-type: none"> • تمثل الثروة بشكل واضح عاملاً مهمًا في تحديد حجم المخاطر المتوقعة. • 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.

<ul style="list-style-type: none"> • تمثل مرحلة الحياة عاملاً أساسياً أيضاً. • 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. • 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. 	<p>دورة الحياة</p>
<ul style="list-style-type: none"> • غالباً ما يتم أخذ عمر العميل في الاعتبار جنباً إلى جنب مع العوامل المذكورة أعلاه لتحديد المستويات المقبولة للمخاطرة (كما أوضحت بعض الأمثلة بالفعل). 	<p>العمر</p>

من الواضح أن تحديد العوامل الموضوعية هو جزء أبسط وأكثر دقة في عملية تحديد مدى تحمل العميل للمخاطر، لكن العوامل الذاتية لها أيضاً دور تقوم به. قد يكون العميل قادراً مالياً على الاستثمار في المنتجات عالية المخاطر وهذه قد تناسب احتياجاته جيداً، لكنه إذا كان حذراً بطبيعته، فقد يجد أن عدم اليقين في شأن الاحتفاظ بالاستثمارات المتقلبة أمراً مزعجاً، وقد يتوجب على كل من المستشار والعميل تقبل اختيار الاستثمارات والعوائد منخفضة المخاطر.

أمثلة على العوامل غير الموضوعية	
<ul style="list-style-type: none"> • 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. 	<p>مستوى معرفة العميل المالية</p>
<ul style="list-style-type: none"> • لدى بعض الأفراد تركيبة نفسية تمكنهم من المخاطرة بحرية أكثر من الآخرين ورؤية هذه المخاطر على أنها فرص. 	<p>ارتياح العميل مع مستوى من المخاطرة</p>
<ul style="list-style-type: none"> • 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. 	<p>اختيار الاستثمار المفضل للعميل</p>
<ul style="list-style-type: none"> • يشير هذا إلى ندم العميل حيال قرارات استثمارية معينة والمشاعر السلبية التي تنشأ من اتخاذ قرار يتضح بعد حدوثه إنه قراراً خاطئاً. • يمكن لبعض العملاء أن يتبنوا وجهة نظر بأنهم قاموا بتقييم الفرصة بشكل كامل، ما يجعل أي خسارة هي مجرد تكلفة الاستثمار. ويندم آخرون على قراراتهم الخاطئة، فيتجنبون السيناريوهات المماثلة في المستقبل 	<p>مقاربة العميل للقرارات السيئة</p>

تتطلب محاولة الفهم الكامل لموقف المخاطرة من طرف العميل توفر المهارة والخبرة اللازمة، وهذا ما يجعل 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 التي تواجهها الأصول والمنتجات المختلفة إذا أراد مطابقة الحلول المناسبة مع احتياجات العميل.

٤-٣ 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 العميل وأولوياته 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 تعتمد تقديم خدمات استثمارية أخرى (على سبيل المثال، تداول المشتقات مثل العقود مقابل الفروقات)، فيجب أن تتأكد 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. وتراعي 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 توصيل الشركة إلى أن المعاملة الموصى بها مناسبة.

٥-٣ المعلومات المقدمة للعملاء

بالإضافة إلى العمل لتحقيق مصلحة العميل الفضلى، يحتاج المستشارون الماليون أيضًا إلى التأكد من تقديم معلومات كافية عن شركتهم 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 في شأن مدى ملاءمة التوصيات المقدمة.

يعتمد كل ما يشكل "معلومات جوهرية" على الاستثمارات والمنتجات الموصى بها، لكنه يتضمن مجالات مثل الرسوم وحقوق الإلغاء وعقوبات الصرف المبكر وتحذيرات المخاطر وأي شروط خاصة أو غير قياسية. من بين أمثلة السيناريوهات التي قد يكون مهمًا فيها الإفصاح عن المعلومات الجوهرية، تقارير التخطيط المالي، وتقارير الملاءمة، ووثائق معلومات المستثمر الرئيسية (KIIDS) والنشرات المبسطة للصندوق المشترك.

حيثما تقدم الشركة خدمات مستمرة، عليها 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، وحقوق 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 مُنح حق الإلغاء للعميل، فيجب على الشركة تقديم إشعار كتابي واضح وبارز، إما قبل البيع أو بعده مباشرة إن لم يكن ذلك ممكناً. وعليهم 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 يُنهى بعد ذلك.

٧-٣ مراقبة ظروف العميل ومراجعتها

ليس التخطيط المالي عملية تجرى لمرة واحدة، يعود ذلك جزئياً إلى إمكان التغيير. فيما يلي أمثلة لأسباب تغيير خطط العميل:

- تغيير البيئة من حوله. على سبيل المثال، يتغير النظام الضريبي (تذكر، أن مراجعة المخصصات الضريبية تجري عموماً كل عام كحد أدنى).
- تغيير وضعه الوظيفي.
- أداء سوق الأسهم أفضل أو أسوأ مما توقعه العميل.
- تغير ظروف العميل أو تغير احتياجاته ورغباته وتطلعاته. على سبيل المثال، عندما يتزوج العميل أو يطلق، أو يرث مبلغاً من المال أو يكون لديه طفل، فلن تتغير احتياجاته فحسب، بل قد تتغير أيضاً مواقفه تجاه التمويل، وقد يصبح، على سبيل المثال، أكثر أو أقل نفوراً من المخاطرة.

من المهم أن يقوم العملاء بمراجعة خططهم ومتابعة تقدمهم نحو أهدافهم من دون تحديثات منتظمة، فمن المستحيل معرفة ما إذا كان من المحتمل تحقيق الأهداف المالية. يمكن للتغيرات الصغيرة في السلوك المالي أن يكون لها، معاً، تأثير تراكمي كبير في الشؤون المالية للعميل، لذلك يمكن أن تكون المراجعة الدورية مفيدة للغاية في ضمان بقاء العميل على المسار الصحيح.

على الشركات التي تقدم المشورة الاستثمارية للعميل أن تتفق معه في شأن ما إذا كان سيتم إجراء تقييم دوري لاستمرار ملاءمة استثمارات العميل الحالية في كل مرة يتم فيها إجراء مراجعة. يجب إكمال هذا التقييم الدوري سنوياً على الأقل، ويجب زيادة تكراره لمراعاة ملف المخاطر للعميل ذي الصلة وأنواع الأدوات المالية الموصى بها. وعندما تقدم الشركة خدمة إدارة المحافظ، أو تبلغ 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 القسم ذي الصلة:

١. ما المزايا التي يمكن توقعها عندما يقوم الفرد بإعداد الموازنة؟
مرجع الإجابة: القسم ١-١
٢. ما أمثلة الديون "الجيدة" والديون "الردئية"؟
مرجع الإجابة: القسم ٢-١
٣. ما الغرض من التأمين ضد الأمراض الحرجة؟
مرجع الإجابة: القسم ١-٣-١
٤. ما أنواع التأمينات التي يجب على المستهلك الذي يأخذ رهن عقاري مراعاتها؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-٣-١
٥. ما الفرق بين الادخار والاستثمارات؟
مرجع الإجابة: القسم ٤-١
٦. لماذا يمكن للنائب التصرف نيابة عن فرد؟
مرجع الإجابة: القسم ٢-١-٢
٧. كيف يختلف الإيجار المشترك عن الإيجار المعتاد؟
مرجع الإجابة: القسم ١-٢-٢
٨. ما المراحل الرئيسية لعملية المشورة المالية؟
مرجع الإجابة: القسم ٣
٩. ما الفرق بين تحمل المخاطر والقدرة على تحمل الخسائر؟
مرجع الإجابة: القسم ٣-٣
١٠. ما الغرض من المعلومات التي يجب على الشركات توفيرها للعملاء قبل إبرام العقود؟
مرجع الإجابة: القسم ٥-٣

مسرد المصطلحات

سلسلة الكتل Blockchain

تُعرف أيضًا بتقنية السجل الموزع (DLT). سلسلة الكتل هي قاعدة بيانات أو سجلّ تتم مشاركتها عبر شبكة حاسوبية، وتُحافظ على سجل آمن ولا مركزي للمعاملات. تتكون الكتلة من طبقات، وهي مُهيكلّة في رؤوس وعُقد وقيم تجزئة (تلبيد) تُتيح التكرار والتوزيع، مما يعني أن هناك نُسخًا متعددة محفوظة على العديد من الأجهزة، ويجب أن تتطابق جميعها. تُنشئ هذه النسخ بدورها قواعد تُعزز الطريقة التي جرت فيها هيكلّة الكتلة؛ وبمجرد إنشائها، لا يُمكن تغييرها، مما يُغني عن الحاجة إلى جهات خارجية لصيانة السجلّ.

السندات Bonds

أوراق مالية تمثّل ديوناً تمنح حاملتها عادةً حقّ الحصول على فائدة سنوية مع سداد قيمة أصل السند عند حلول تاريخ الاستحقاق. وتصدر السندات عموماً عن كلّ من الشركات والحكومات.

إصدار الأسهم المجانية (رسملة الأرباح) Bonus Issue

إصدار أسهم مجانية لصالح حملة الأسهم الحاليين من دون سداد أي مبالغ نقدية، ما يؤدي إلى خفض سعر السهم انخفاضاً يتناسب مع عدد الأسهم الجديدة. ويُعرف هذا الإصدار أيضاً باسم رسملة الأرباح.

خيار الشراء Call Option

عقد خيار يمنح مشتريه الحقّ في شراء أصلٍ من الأصول بسعرٍ مُتفق عليه مسبقاً.

ضريبة الأرباح الرأسمالية Capital Gains Tax CGT

ضريبة مستحقّة على الأرباح التي يحققها الأفراد نتيجة بيع أصولٍ معيّنة.

المصرف/البنك المركزي Central Bank

تتولّى المصارف المركزية عادةً مسؤولية تحديد معدلات الفائدة قصيرة الأجل في بلدٍ أو منطقةٍ محدّدة، فتضع الضوابط على المعروض النقدي وتعمل بمثابة المصرفي وجهة الإقراض الأخيرة بالنسبة إلى النظام المصرفي بالإضافة إلى إدارة الدين العام.

اقتصاد مغلق Closed Economy

دولة ذات علاقات تجارية محدودة أو معدومة مع دول أخرى، وليست عضواً في أي اتحادات أو اتفاقيات تجارية. قد تختار هذه الدول إدارة اقتصاد مغلق لأسباب سياسية أو دينية أو اقتصادية. وفي المقابل، قد تجد الدولة نفسها غير قادرة على التجارة الخارجية، أو، أخيراً، مُعاقبة وومنوعة من التجارة مع دول أخرى.

الإدارة النشطة Active management

إحدى طرق الاستثمار تُستخدَم عادةً لتحقيق عوائد على الاستثمار أعلى من مستوى العوائد السائدة في السوق.

البدائل Alternatives

تشمل البدائل مجموعة واسعة من الأسواق الخاصة، بما في ذلك حقوق الملكية الخاصة، والديون الخاصة، والأصول العقارية التي تشمل البنية التحتية، والأصول النادرة مثل التحف والمقتنيات.

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 الافتراض الخاصة بالشركة.

مدير الشركة المُفوض Authorised Corporate Director ACD

مدير صندوق استثماري يدير صندوقاً مفتوحاً.

الأسهم المصرح بها Authorised Shares

عدد الأسهم التي يمكن إصدارها لشركة جديدة والذي يُحدّد منذ البدء.

ميزان المدفوعات Balance of Payments

قائمة مالية تُلخّص كافة المعاملات التي تجري بين دولةٍ 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.

المشتقات المالية Derivatives

عقود الخيارات والعقود المستقبلية وعقود المبادلة؛ حيث يُشتق سعرها من الأصل محل العقد.

تنويع الاستثمار Diversification

إستراتيجية استثمارية تهدف إلى توزيع المخاطر بواسطة الاستثمار في مجموعة متنوّعة من الاستثمارات.

توزيعات أرباح السهم Dividend

توزيعات أرباح الأسهم من قبل الشركة.

عائد توزيعات أرباح السهم Dividend Yield

أحدث توزيعات أرباح الأسهم، ممثّلةً 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 يتّبعه الاقتصاد عادةً، حيث يتعرّض النمو الاقتصادي للتقلّبات 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) معبّراً عنه بالقيمة الحقيقية، ويُقاس عادةً على مدار سنة كاملة، ويُستخدَم غالباً بوصفه مؤشراً على صحّة الاقتصاد وعافيته.

حقوق المساهمين أو حقوق الملكية Equity

اسم آخر يُطلَق على الأسهم، حيث تمثّل الأسهم حصّة 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).

الإقراض التجاري Commercial Lending

القرض التجاري هو اتفاقية تمويل قائمة على الديون بين شركة ومؤسسة مالية، مثل البنك.

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.

العملة المشفرة Cryptocurrency

العملة المشفرة، أو "الكريبتو" (crypto)، هي عملة رقمية (أو ملكية رقمية) مصممة للعمل عبر شبكة حاسوبية لا تعتمد على أي سلطة مركزية، كالحكومة أو البنك، للحفاظ عليها أو صيانتها. تُحفظ سجلات ملكية العملات الفردية في سجل رقمي، وهو قاعدة بيانات حاسوبية تستخدم تشفيراً قوياً لتأمين سجلات المعاملات، والتحكم في إنشاء عملات إضافية، والتحقق من نقل ملكية العملات.

السهم المستحق لأرباحه Cum-dividend

مصطلح يعني حرفياً "السهم مع أرباحه" ويشير إلى أنّ الشركة تنوي دفع توزيعات أرباح الأسهم في المستقبل القريب.

الشبكة الخفية Dark Web

الإنترنت المظلم (الدارك ويب) هو محتوى شبكة الويب العالمية الموجود على الشبكات المظلمة (شبكات التراكب) التي تستخدم الإنترنت، ولكنها تتطلب برامج أو إعدادات أو تصاريح محددة للوصول إليها.

سند الدين Debenture

في الولايات المتحدة، يُعتبر سند الدين نوعاً من السندات أو أدوات الدين الأخرى غير المؤمّنة بضمانات. ونظراً إلى غياب ضمانات تدعم سندات الدين، فيجب أن تعتمد على الجدارة الائتمانية للجهة المُصدرة وسمعتها للحصول على الدعم. وكثيراً ما تُصدر الشركات والحكومات ديوناً لجمع رأس المال أو التمويل. وقد تختلف بنية سندات الدين في المملكة المتحدة وفي أسواق أخرى.

مدير الصندوق Fund Manager

شركة تستثمر الأموال لصالح عملائها.

العقد المستقبلي Future

اتفاق على شراء أصل ما أو بيعه في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يتفق عليه اليوم. ويختلف العقد المستقبلي عن العقد الآجل من حيث أنه عقدٌ منمَّطٌ بمواصفات محددة، وبالتالي يمكن تداوله في البورصة.

الغسل الأخضر Greenwashing

الغسل الأخضر هو عملية تضليل حول مدى توافق منتجات الشركة أو أنشطتها مع المعايير البيئية والاجتماعية والحوكومية. وقد يتضمن التضليل البيئي ادعاءات أو تسميات غير مثبتة تُوحى أو تُشير إلى أن منتجات الشركة تتوافق مع المعايير البيئية والاجتماعية والحوكومية أو تركز عليها، أو أن تأثيرها الإيجابي أكبر مما هو عليه في الواقع.

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.

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.

الاكتتاب العام الأولي IPO Initial Public Offering

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 أشخاصٌ مطلعون على معلومات غير متوفرة للعلن ذات تأثير في الأسعار إما عن طريق التداول أو تقديم المشورة للآخرين للتداول أو تسريب هذه المعلومات إلى أفرادٍ أو مستثمرين آخرين.

البورصة Exchange

سوقٌ لتداول أدوات الاستثمار.

سعر الصرف Exchange Rate

السعر الذي تُصَرَّف على أساسه عملة مقابل أخرى.

السهم من دون 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 والافتراض الحكومية إما لتعزيز الطلب المحلي في الاقتصاد أو لتقييده بغرض الحفاظ على مستوى عالٍ من العمالة واستقرار الأسعار.

السندات بسعر الفائدة العائم Floating Rate Notes FRNs

أدوات الديون التي تصدر بسعر فائدة (قسمة) يتغير تبعاً لسعر فائدة معياري.

الفوركس Forex

اختصار لمصطلح تداولات الصرف الأجنبي foreign exchange trading (FX).

العقد الآجل Forward

عقد مشتق ينشئ التزاماً قانونياً ملزماً بين طرفين، حيث يلتزم أحدهما بشراء مقدارٍ مُحدد مسبقاً من أصلٍ ما ويلتزم الآخر ببيعه مقابل سعرٍ محدد مسبقاً وفي تاريخٍ مستقبليٍّ محدد مسبقاً أيضاً. وبما أنَّ التفاوض على العقود الآجلة يجري على نحوٍ فردي، فإنها لا تُتداول في بورصات المشتقات.

سعر الصرف الآجل Forward Exchange Rate

سعر لصرف العملات الأجنبية يتحدد اليوم بموجب عقد آجلٍ ويُتفق على تطبيقه على عملية الصرف الأجنبي بحلول تاريخٍ مستقبليٍّ محدد مسبقاً.

صانع السوق Market Maker

شركة عضو في سوق الأوراق المالية تحدّد الأسعار وتتداول في الأسهم ضمن مدة التسعير الإلزامي.

الاستحقاق Maturity

تاريخ سداد رأس المال إلى حامل السند.

الاقتصاد المُختلط 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.

منصّات التداول متعدّدة الأطراف Multilateral Trading

Facilities MTFs

الأنظمة التي تجمع بين أطراف متعدّدة ترغب في بيع الأدوات المالية وشرائها، بما في ذلك الأسهم والسندات والمشتقات المالية.

بورصة ناسداك NASDAQ

أحد أسواق المال الأمريكية المتخصّص في شركات التكنولوجيا.

الدين الوطني National Debt

مجموع الديون المترتبة على الحكومة من القروض الناتجة عن تمويل حالات العجز المتتابة في الميزانية، لا سيما عبر إصدار الأوراق المالية المضمونة من الحكومة.

القيمة الاسمية Nominal Value

مبلغ السند الذي سيُدفع عند الاستحقاق، وتُعرف أيضاً بمصطلح القيمة الأصلية للسند.

أصل افتراضي Notional Principal

القيمة النقدية الأولية (الحجم) للأصل الذي تُشتق منه المعاملة.

بورصة إنتركونتيننتال Intercontinental Exchange ICE

تتولّى بورصة إنتركونتيننتال إدارة كّل 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 مقرّها في لندن وتمتلك أيضاً بورصة لايف (LIFFE).

المصرف الاستثماري Investment Bank

شركة متخصصة في توفير التمويل للشركات سواء في صورة أسهم أو ديون.

شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغيّر 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 متنوّعة من الاستثمارات.

السيولة Liquidity

سهولة تداول الأوراق المالية (بيعها وشرائها) 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/بورصة لندن للأوراق المالية London Stock

Exchange LSE

السوق الرئيسية للأوراق المالية في بريطانيا.

المربع السحري للسياسة الاقتصادية Magic Square of

Economic Policy

إحدى الطرائق التي يمكن من خلالها قياس الفعالية هي من خلال "المربع السحري للسياسة الاقتصادية" الذي يسلط الضوء على أربعة أهداف رئيسة للسياسة الاقتصادية: النمو، والعمالة الكاملة، واستقرار الأسعار، والتجارة المتوازنة.

القيمة السوقية (الرسملة) Market Capitalisation

إجمالي القيمة السوقية لأسهم شركة ما.

الأسهم الممتازة (أسهام الأفضلية) / Preference Shares/ Preferred Stocks

أسهم تستحق عليها توزيعات أرباح ثابتة، ولا تمنح حاملها 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.

الأصل شبه السائل Quasi-Asset

أداة أو ورقة مالية أو عقار يسلك سلوك فئة أصول ولكن لم يُعترف به أو يُنظم بعد كفئة أصول مقبولة؛ على سبيل المثال، الممتلكات الرقمية مثل العملات المشفرة والرموز غير القابلة للاستبدال.

السوق المحكومة بالتسعير Quote-Driven

نظام للتداول تستخدمه شركات الأوراق المالية التي تحدّد أسعار البيع والشراء وتعلن عنها.

صناديق الاستثمار العقارية المتداولة (صناديق الريتس) Real Estate Investment Trust REIT

صندوق استثمار متخصص بالاستثمار في العقارات التجارية.

الاسترداد Redemption

سداد قيمة الأصل لحامل الورقة المالية القابلة للاستدعاء (أي التي لها تاريخ استحقاق محدد).

مشروع القرار Resolution

مقترح يُطرح للتصويت عليه من قبل حملة الأسهم في الشركة.

مصارف الأفراد Retail Bank

مؤسسة مالية تقدّم التسهيلات المصرفية للأفراد والشركات الصغيرة أو متوسطة الحجم.

سعر العرض Offer Price

يتم الإعلان عن أسعار السندات والأسهم على هيئة سعر الطلب وسعر العرض. وسعر العرض يمثّل 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 المتغيّر (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 يُحوّل 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 صناع السوق.

السوق خارج البورصة (OTC) Over-The-Counter

تُعتبر سوق خارج البورصة المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية عبر شبكة من الوسطاء بدلاً من التداول في بورصة مركزية.

الإدارة غير النشطة (السلبية) للمحافظ الاستثمارية Passive Management

إحدى طرق الاستثمار تُستخدم في أسواق الأوراق المالية التي يُعتقَد بأنها تتمتع بالكفاءة من حيث السعر.

الترميز Tokenisation

الترميز هو عملية تحويل أي حقوق أو أصول إلى رمز رقمي يمكن لحاملها استخدامه وامتلاكه ونقله عبر سلسلة كتل من دون الحاجة إلى وسيط خارجي.

صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة Unit Trust

نظام يتم فيه تجميع المال من المستثمرين واستثمار الأموال المجمعة معاً لصالحهم في صندوق مفتوح.

محزّر 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.

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 من الأسهم Share Capital

القيمة الاسمية لخصص المستثمرين في الشركة أو أسهمها العادية. ورأس المال السهمي المُرخّص له يُمثّل القيمة الاسمية للأسهم التي يمكن أن تُصدِرَها الشركة، بينما يُمثّل رأس المال السهمي المُصدّر عدد الأسهم التي سبق وأصدرتها الشركة. وغالباً ما يمتدّ مفهوم رأس المال السهمي ليشمل أسهم الأفضلية (الممتازة) في الشركة.

مشروع القرار الخاص Special Resolution

اقتراح يُعرض على حملة الأسهم ويتطلّب 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 الافتراضية 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.

أسئلة متعدّدة الخيارات

أسئلة متعددة الخيارات

وُضعت الأسئلة الإضافية الآتية لأغراض التعلم والمراجعة. وفي حين أنها تستند إلى المنهاج الدراسي، ليست بالضرورة أن تكون أسئلة الاختبار الفعلية نفسها. وقد أُدرجت لاختبار معرفة المتقدم للامتحان وفهمه الأقسام ذات الصلة من الكتاب الدراسي.

يُرجى اختيار إجابة واحدة عن كل 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 مكانٍ آمن بوصفها أحد أنشطتها الرئيسية؟
 - أ. أمين الحفظ
 - ب. المصرف الدولي
 - ج. المصرف الاستثماري
 - د. المصرف ذات الخدمات للأفراد
٣. ما الأثر المتوقع لارتفاع مستويات الإنفاق الحكومي؟
 - أ. انخفاض عدد السندات الحكومية الصادرة
 - ب. انخفاض مستويات 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 أيّ نوعٍ من معاملات الصرف الأجنبي (الفوركس) يجري الاتفاق على سعر الصرف اليوم بشرط تنفيذ المعاملة في وقتٍ لاحق؟
 - أ. العقد الآجل
 - ب. العقد المستقبلي
 - ج. العقد الفوري
 - د. عقد المبادلة
٦. أيّ مما يلي يُتداول عادةً في أسواق النقد؟
 - أ. أذون الخزانة
 - ب. سندات الخزانة الطويلة الأجل
 - ج. سندات الخزانة المتوسطة الأجل
 - د. سندات الخزانة الطويلة الأجل جداً

٧. إذا كان متوقعاً حصول انخفاض في أسعار الفائدة، فأَيُّ 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 المتغيّر
٨. في حالة تصفية شركة ما، أيُّ 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 كمؤسسة مصرفية بالنسبة إلى المصارف
 - الإقراض للشركات التجارية
 - تحديد المعدلات الضريبية
 - تشغيل أسواق الأوراق المالية
١٠. اختر العبارة الصحيحة في ما يتعلّق بالسندات التجارية:
- تنطوي على مخاطر السوق ومخاطر التخلف عن السداد
 - تنطوي على مخاطر السوق لكن ليس مخاطر التخلف عن السداد
 - تنطوي على مخاطر التخلف عن السداد لكن ليس مخاطر السوق
 - لا تنطوي على مخاطر السوق ولا على مخاطر التخلف عن السداد
١١. من الطرف الذي يأمل عادةً في أن ينخفض سعر أصل من الأصول؟
- حامل خيار الشراء
 - المستثمر الذي يشتري عقد مستقبلي على المكشوف
 - محزّر خيار البيع
 - المستثمر الذي يبيع عقد مستقبلي على المكشوف
١٢. أي من فئات الأوراق المالية الحكومية الأمريكية الآتية تُعدّ أداة مالية صِفرية؟
- سندات الخزانة المتوسطة الأجل
 - سندات الخزانة الطويلة الأجل
 - سندات الخزانة المَحْمِيّة من التضخّم
 - أذون الخزانة
١٣. ما المصطلح الذي يُستخدَم للإشارة إلى سلوك أحد المتداولين في البورصة الذي يتعمّد نشر معلومات مُضلّلة مفادها أنّ الطلب على سهم معيّن أكبر ممّا هو عليه في حقيقة الأمر؟
- استباق التداول قبل الآخرين
 - التداول المكثّف في السهم
 - غسل الأموال
 - التلاعب بالسوق

أسئلة متعددة الخيارات

١٤. إذا أعلنت إحدى شركات البطاقات الائتمانية عن سعر فائدة بنسبة ٢٠٪ سنوياً، تُدفع على أساس نصف سنوي (أي مرة كل ستة أشهر)، فما مُعدّل الفائدة السنوي الفعلي؟
- ٢٠٪
 - ٢١٪
 - ٢٢٪
 - ٢٣٪
١٥. البوليصه التي لا يُسَدّد مبلغ التأمين بموجبها إلا في حالة حدوث الوفاة أثناء مدة سريانها تسمى:
- بوليصه التأمين الوقفي
 - بوليصه التأمين المؤقت (التأمين لأجل)
 - بوليصه التأمين على الدخل
 - بوليصه التأمين مدى الحياة
١٦. مؤشّر إس إس إي (SSE) المُركب يمثّل أسواق الأسهم في:
- كوريا
 - اليابان
 - الصين
 - الهند
١٧. ما الورقة الماليّة الصادرة عن الشركات وتُعدّ المقابل لأذون الخزانة؟
- السندات الدوليّة
 - الورقة التجاريّة
 - المنتج المالي المُهيكل
 - شهادة الإيداع
١٨. كيف تُشترى وحدات صناديق الاستثمار المغلقة عادةً؟
- بواسطة تقديم طلب إلى مركز الإيداع والحفظ المركزيّ للأوراق الماليّة
 - مباشرةً من مدير الصندوق
 - بواسطة مدير شركة مُفوض
 - في البورصة
١٩. أيّ من الأسواق العالميّة للأوراق الماليّة لا تزال تعملُ على أساس النظام المحكوم بالتسعير؟
- سوق لندن للأوراق الماليّة (LSE)
 - بورصة يورونكست (Euronext)
 - بورصة ناسداك (NASDAQ)
 - بورصة نيويورك (NYSE)
٢٠. إذا عقدت إحدى شركات الطيران اتّفاقاً عن طريق أداة ماليّة متداولة في البورصة مع شركة نפט لشراء كمية محدّدة من الوقود بسعر محدّد بعد ثلاثة أشهر من تاريخ إبرام العقد، ماذا تُسمّى هذه الاتفاقيّة عادةً؟
- عقد خيار
 - عقد مستقبلي
 - عقد مبادلة
 - عقد ضمان

٢١. يشتري مستثمر ما قيمته ١٠,٠٠٠ دولار أمريكي من سندات الخزينة الأمريكية بسعر فائدة نسبته ١,٩٥٥٪ وسعر ٩٥ دولاراً أمريكياً للسند. ما هي قيمة حصته؟
 أ. ١٠,٠٠٠ دولار أمريكي
 ب. ٩٥,٠٠٠ دولار أمريكي
 ج. ٩,٥٠٠ دولار أمريكي
 د. ١٠,٠٠٠ دولار أمريكي
٢٢. أيُّ الأدوات المالية الآتية تشملها عادةً القواعد المتعلقة بتداول الشخص المصّاع على المعلومات الداخلية للشركة؟
 أ. عقود الخيار على المنتجات الزراعية
 ب. العقود المستقبلية على منتجات الطاقة
 ج. أسهم شركات التكنولوجيا
 د. أسهم صناديق الاستثمار المفتوحة
٢٣. تُصنّف الأوراق المالية المحميّة من التضخّم (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 إسترليني وبسعر فائدة (قسيمة) نسبته ٥٪ تُستردّ في العام ٢٠٢٠، وتُسعر حالياً عند ١١٢ جنيه للسند الواحد وتُدفع عليها فائدة قدرها ٢٥٠ جنيه كل نصف سنة. احسب عائد السند الثابت.
 أ. ٤,٤٤٪
 ب. ٤,٤٦٪
 ج. ٤,٤٨٪
 د. ٤,٥٠٪
٢٥. أيُّ مما يأتي يُعدّ على الأرجح مثلاً على مشتق مالي يتداول 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 إستراتيجية الاستثمار التي يستخدمها مدير الصندوق؟
 أ. إستراتيجية الاستثمار بعكس الاتجاه السائد
 ب. إستراتيجية الاستثمار في الأسهم ذات فرص النمو الجيدة
 ج. إستراتيجية الإدارة السلبية
 د. إستراتيجية الاستثمار في نوعٍ مُحدّد من الأوراق المالية
٢٧. أيُّ الخيارات الآتية يُعدّ مثلاً 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) بمنزلة نوعٍ من أنواع:

- أ. برامج الاستثمار الجماعي
- ب. أدوات سوق النقد
- ج. منتجات السلع الزراعية المتداولة
- د. بوالص التأمين على الحياة

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 يتعقَّب 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 إسترليني لكنه يُتداول في السوق حالياً بسعر ٤ جنيه. وتعتزم الشركة رسملة الأرباح بمعدل ١:٢. ما المبلغ النقدي الذي ستجمعه الشركة نتيجةً لهذا الإصدار؟

- أ. صفر
- ب. ١٠ ملايين جنيه إسترليني
- ج. ٢٠ مليون جنيه إسترليني
- د. ٤٠ مليون جنيه إسترليني

٣٤. ما الهيئة التجارية التي يرتبط بها تداول المُشتقات 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. أيُّ من الأنشطة الآتية يمكن ربطه بمنصّات التداول المُتعدّدة الأطراف (MTF)؟
- أ. اتّفاق لتداول عقود المشتقات الآجلة
 - ب. المضاربة بالعملات
 - ج. تأمين مشاركة المخاطر
 - د. تداول الأسهم والسندات
٣٦. ما نوع المعاملة التي يجب على الشركة إجراؤها في حالة قيام مساهم حالي بشراء أسهم جديدة في شركة، وعليه زيادة إجمالي الأسهم المُصدرة؟
- أ. إصدار أسهم مجانية
 - ب. إصدار الرسملة
 - ج. إصدار حقوق الأولوية
 - د. تجزئة الأسهم
٣٧. من المالك القانوني للأصول في صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة؟
- أ. مدير الشركة المُفوض
 - ب. الجهة المُودّع لديها
 - ج. مدير الصندوق
 - د. أمين الصندوق
٣٨. اختر العبارة "الخاطئة" في ما يتعلق بالاختلافات بين أدوات سوق المال وأدوات سوق النقد:
- أ. يجري تداول أدوات سوق المال وتسويتها في البورصة، ولا ينطبق ذلك على أدوات سوق النقد
 - ب. يحتفظ المستثمرون عادةً بأدوات سوق النقد لمدّة زمنية أقصر بالمقارنة مع أدوات سوق المال
 - ج. تُعدّ أدوات سوق النقد كلها أدوات لحاملها، بينما تصدر أدوات سوق المال عادةً من دون شهادات وتُسجّل في السجلات
 - د. يكون الحد الأدنى للاشتراك في أسواق النقد مرتفعاً نسبياً، ما يجعلها غير ملائمة للاستثمار المباشر من قبل المستثمرين الأفراد
٣٩. حين يُطرح اقتراح أثناء الجمعية العمومية بتعديل النظام 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 المحميّة والخاضعة للوائح التنظيمية، بينما يغطّي السوق الثانوي الأنشطة غير المحميّة وغير الخاضعة لهذه اللوائح
 - ج. يمثّل السوق الأولي المكان حيث تُطرح الأسهم الجديدة وتُداول للمرّة الأولى، بينما تُداول الأسهم الموجودة أصلاً في السوق الثانوي بعد ذلك
 - د. يشمل السوق الأولي التداولات المحلية بينما يشمل السوق الثانوي التداولات الدولية
٤١. يُتداول حالياً سنّد بسعر فائدة (قسيمة) نسبته ٥٪ يُستردّ في العام ٢٠٢٥، بسعر ٨٠ دولاراً أمريكياً من القيمة الاسمية البالغة ١٠٠ دولار. ما أثر ارتفاع السعر بمقدار ٥ جنيه إسترليني 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٪

أسئلة متعددة الخيارات

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 مُنتجٍ 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 بمؤشّر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ (S&P 500) بينما تُدار النسبة الباقية بإستراتيجية الإدارة النشطة. ما المصطلح الذي يصف الإستراتيجية التي يستخدمها المدير في هذه الحالة؟

- أ. إستراتيجية الاستثمار المضبوطة في الأسهم ذات فرص النمو الجيدة
- ب. الاستثمار بالاتجاه السائد
- ج. إستراتيجية المركز-التوايح
- د. إستراتيجية الاستثمار التفاضلية

٤٥. أيّ ممّا يلي يشكّل أداةً استثمارية تستخدم غالباً الرفع المالي أو التعزيز بالاقتراض إلى حدّ 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 المقترضون 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٪

٤٩. أي بوليصة من بوالص التأمين على الحياة الآتية تتمتع بخاصية استثمارية مهمة؟

- أ. بوليصة التأمين المؤقت الثابت
- ب. بوليصة التأمين المؤقت المتزايد
- ج. بوليصة التأمين العائلي التي توفر للمستفيدين دخلاً منتظماً
- د. بوليصة التأمين مدى الحياة

٥٠. اختر العبارة التي تصف مفهوم "التحوُّط":

- أ. ضمان تسوية عمليات التداول جميعاً على أساس التسليم مقابل الدفع
- ب. تنويع الاستثمارات في المحفظة الاستثمارية عبر الاستثمار في مجموعة واسعة من القطاعات و/أو الدول
- ج. شراء أو بيع سلعة أساسية أو ورقة مالية أو أي أداة مالية أخرى بغرض مقابلة الربح أو تعويض الخسارة الناتجين عن الاستثمار في ورقة مالية أخرى
- د. استخدام نظام التسوية عن طريق الأطراف النظيرة المركزية (central counterparty) للتخفيف من حدة مخاطر الائتمان

إجابات الأسئلة متعددة الاختيارات

- ١ د الفصل ٢، القسم ٣-٣ و٤-٣
يُقصد بالسياسة النقدية التأثير في الاقتصاد عن طريق التحكم في المنظومة النقدية، وذلك باستخدام متغيرات مثل المعروض النقدي ومستوى أسعار الفائدة وشروط توفر الائتمان.
- ٢ أ الفصل ١، القسم ٢-٣
يبرز الدور الرئيس لأمين الحفظ (Custodian) في حفظ الأصول في مكان آمن.
- ٣ د الفصل ٢، القسم ١-٥
قد يؤدي الإفراط في الإنفاق الحكومي إلى ارتفاع مستوى التضخم.
- ٤ د الفصل ٦، القسم ٣-٣
المقصود بخيار الشراء أن يحصل المشتري على حق شراء الأصل محل العقد بسعر الممارسة المتفق عليه.
- ٥ أ الفصل ٥، القسم ٢-٣
في المعاملة الآجلة، تنتقل النقود فعلياً من يد إلى أخرى في تاريخ مستقبلي مُتفق عليه. ويتفق البائع والمشتري على سعر صرف في أي تاريخ في المستقبل مقابل مبلغ ثابت 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 يمتد أجل المعاملة إلى بضعة أيام أو أشهر أو أعوام.
- ٦ أ الفصل ٥، القسم 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، القسم ٣-٣
بموجب القرض العقاري ذي سعر الفائدة الثابت، يتحدّد سعر الفائدة الذي يدفعه المقترض لمدة زمنية أولية، وغالباً ما تشمل السنوات الثلاث أو الخمس الأولى من عمر القرض. فإذا انخفضت معدلات الفائدة واستقرت عند حدٍ منخفض، لا يمكن إلغاء القرض ذي السعر الثابت إلا بعد دفع غرامة الاسترداد للبنك.
- ٨ ج الفصل ٣، القسم ٢-١
في حال توقّف الشركة عن مزاولة عملها (ما يشار إليه غالباً بمصطلح "تصفية الشركة")، لا يستلم حملة الأسهم العادية مستحقّاتهم إلا بعد تسديد ديون الشركة كافة. وبذلك يأتي هؤلاء في المرتبة الأخيرة على سلم أولويات السداد. وإذا استلمت الأطراف الأخرى كلها تعويضاتها ولم يبقَ شيء لحملة الأسهم العادية، فإنهم سيخسرون استثماراتهم في الشركة كاملةً.
- ٩ أ الفصل ٢، القسم ١-٤
تعمل المصارف المركزية عادةً بصفة مؤسسة تقدم الخدمات المصرفية للمصارف.
- ١٠ أ الفصل ٤، القسم ٣-٢-٢
هناك احتمال أن تتخلّف الجهة المُصدرة 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، القسم 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 مستقبليٍّ ثابت يُتَّفَق عليه في الوقت الحاضر. وهكذا فإنه يأمل أن ينخفض السعر الفعلي للأصل لكي يُحَقِّق الربح.

١٢ د الفصل ٤، القسم ١-٣

لا تُدفع الفوائد على أذون الخزانة، لكنّها تصدرُ بخصمٍ على القيمة الاسميّة عوضاً عن ذلك.

١٣ د الفصل ٨، القسم ٢-٣

تؤدّي إساءة استخدام قواعد السوق إلى إلحاق الضرر بمصالح المستثمرين الماليين بصورة غير مشروعة، ويكون ذلك إمّا مباشرة أو غير مباشرة. وقد تشكّل تصرّفات معيّنة، على غرار التداول بناءً على معلومات داخلية والتلاعب بالسوق، إساءة لاستخدام قواعد السوق.

١٤ ب الفصل ٩، القسم ٢-٢

٢٠٪ مقسومة على ٢ = ١٠٪، ونعبّر عنها برقم عشري: ٠,١٠.

$$١,١٠ = ٠,١٠ + ١$$

$$١,٢١ = ١,١٠ \times ١,١٠ = ١,٢١$$

$$\%٢١ = ١٠٠ \times ٠,٢١ = ١ - ١,٢١$$

١٥ ب الفصل ٩، القسم ٢-١-٤

تصمّم بوليصة التأمين المؤقت بحيث يستحقّ سداد مبلغ التأمين فقط في حالة حدوث الوفاة خلال مدّة زمنيّة محدّدة.

١٦ ج الفصل ٣، القسم ٧

يُعدّ مؤشر إس إس إي (SSE) المرّكب المؤشر الرئيس في الصين.

١٧ ب الفصل ٥، القسم ٢

تصدر الورقة التجارية عن الشركات، وتُعدّ فعلياً المقابل لأذون الخزانة لكن على مستوى الشركات.

١٨ د الفصل ٧، القسم ٤-٣

تُباع الأسهم في صناديق الاستثمار المغلقة وتُشترى في البورصات مثل أسهم الشركات المدرجة الأخرى.

١٩ ج الفصل ٣، القسم ٦

تعمل بورصة ناسداك (NASDAQ) على أساس النظام المحكوم بالتسعير (quote-driven).

٢٠ ب الفصل ٦، القسم ٢-٢

العقد المستقبلي اتفاق بين المشتري والبائع، يوافق بموجبه المشتري على دفع مبلغٍ محدّد مسبقاً مقابل استلامه كميّة محدّدة من الأصول في تاريخٍ مستقبلي.

٢١ ج الفصل ٤، القسم ١-٢

يقوم المستثمر بشراء أحد سندات الخزينة الأمريكية بقيمة ١٠,٠٠٠ دولار بسعر ٩٥ دولاراً للسند الواحد. يتم حساب قيمة السند عن طريق ضرب القيمة الاسمية بالسعر الحالي (مع الأخذ في الاعتبار أن السعر يُحسب لكل ١٠٠ دولار أمريكي من القيمة الاسميّة للسند)، وبالتالي فإن قيمة حصته في السوق تبلغ ٩,٥٠٠ دولار – أي القيمة الاسميّة البالغة ١٠,٠٠٠ دولار مضروبة بالسعر ٩٥ دولاراً.

أسئلة متعددة الخيارات

- ٢٢ ج الفصل ٨، القسم ٣-١
من بين الأدوات المالية المذكورة في خيارات السؤال، لا تنطبق القواعد المتعلقة بتداول الشخص المطلع على المعلومات الداخلية للشركة سوى على العقود المستقبلية وعقود الخيار على الأوراق المالية. وهذه القواعد لا تنطبق على صناديق الاستثمار الجماعي.
- ٢٣ ج الفصل ٤، القسم ٣-١
يشير الاختصار (TIPS) إلى سندات الخزنة المحمية من التضخم. لذا، فهي من فئة السندات الحكومية الأمريكية المرتبطة بالمؤشرات، ما يجعلها محمية من المخاطر الناتجة عن التضخم.
- ٢٤ ب الفصل ٤، القسم ٧
يُحتسب عائد السند الثابت عن طريق قسمة سعر الفائدة (القسمة) السنوية على سعر السند، ثم ضرب الناتج بالعدد ١٠٠ للحصول على نسبة مئوية، فتكون المعادلة على النحو الآتي:
$$5 \div 112 \times 100 = 4.46\%$$
- ٢٥ د الفصل ٦، القسم ٤
عقد المبادلة أو المقايضة (Swap) مشتق مالي يُتداول خارج الأسواق الرسمية.
- ٢٦ ج الفصل ٧، القسم ١-٢-١
تهدف إستراتيجية الإدارة السلبية (غير الفاعلة) إلى تحقيق عوائد تتماشى مع نتائج مؤشر أو مقياس معياري محدد.
- ٢٧ أ الفصل ٥، القسم ٢
تصدُر كلُّ من الأوراق التجارية وأذون الخزنة على هيئة سندات صفرية (من دون فوائد أو قسائم)، وبذلك فإنها تصدر بخصم على قيمتها الاسمية.
- ٢٨ أ الفصل ٧، القسم ٢-٢-١
يُعدّ صندوق إف سي بي (FCP) من فئة صناديق الاستثمار الجماعي في أوروبا، وتشبه هذه الصناديق صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة لكنها تستند إلى عقد يُبرم بين مدير الصندوق والمستثمرين أنفسهم.
- ٢٩ د الفصل ٣، القسم 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، القسم ٤
صناديق المؤشرات المُتداولة في البورصة هي عبارة عن صناديق استثمار تُصمّم عادةً بحيث تتعقّب مؤشراً من المؤشرات.
- ٣١ ج الفصل ٧، القسم ٥-٢
عادةً ما تتم هيكلة شركات الاستثمار في صناديق الملكية الخاصة بطرقٍ تختلف عن هيكلة برامج الاستثمار الجماعية للأفراد. وتؤسّس معظم هذه الشركات في هيكل شركات محدودة يكون الحد الأدنى للاستثمار فيها مرتفعاً للغاية.
- ٣٢ ب الفصل ٣، القسم ٣-٢-٥
ينخفض سعر السهم عادةً بحلول تاريخ تداول الأسهم من دون أرباحها.

٣٣ أ الفصل ٣، القسم ٣-٢-٣

ينطوي قرار رسملة الأرباح على توزيع أسهم مجانية، لذا لا يحتاج المستثمرون إلى تقديم أي تمويل إضافي.

٣٤ ب الفصل ١، القسم ١٣-٣

تُعَدُّ الجمعية الدولية لصفقات المبادلة والمشتقات (ISDA) الهيئة الممثلة للمؤسسات الاستثمارية حيث تُتداول المُشتَقَّات خارج الأسواق الرسمية.

٣٥ د الفصل ٣، القسم ٦

توفّر منصات التداول المُتعدّدة الأطراف (MTFs) طريقةً بديلة لتداول الأسهم والسندات عوضاً عن تداولها في الأسواق التقليدية.

٣٦ ج الفصل ٣، القسم ١-٢-٣

بموجب حقوق الأولوية، يُمنح المساهم حق الاكتتاب للحصول على أسهم جديدة إضافية بسعر ثابت للسهم الواحد.

٣٧ د الفصل ٧، القسم 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، القسم 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، القسم ٣-٣

لكي يتم اعتماد أي 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، القسم ٤

تُطرح الأسهم الجديدة للمرة الأولى وتُسوّق في السوق الأولي، بينما تُتداول الأسهم الموجودة أصلاً في السوق الثانوي لاحقاً.

٤١ ج الفصل ٤، القسم ٧

سيتم تغيير العائد من $١٠٠ \times (٨٠ \div ٥) = ٦,٢٥\%$ إلى $١٠٠ \times (٨٥ \div ٥) = ٥,٨٨\%$

٤٢ ج الفصل ٦، القسم ٣-٢

يقال عن مشتري العقد المستقبلي إنه يشتري على المكشوف.

٤٣ ج الفصل ٨، القسم 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.

أسئلة متعددة الخيارات

٤٤ ج الفصل ٧، القسم ١-٢-٣

يشار إلى الجمع بين الإستراتيجية السلبية (محاكاة المؤشرات) والإدارة النشطة للاستثمار باسم إستراتيجية الإدارة المختلطة أو إستراتيجية المركز-التوايح (core-satellite).

٤٥ أ الفصل ٧، القسم ١-٥

يستطيع كثير من صناديق التحوط اقتراض الأموال واستخدام المشتقات المالية لتعزيز العوائد المحتملة.

٤٦ ب الفصل ٣، القسم ١-٤

الربح الموزع للسهم = ٢ مليون دولار أمريكي ÷ ١ مليون = ٢٠٠ دولار أمريكي
العائد على الربح الموزع = ٢٠٠ دولار أمريكي ÷ ١٥٠ دولار أمريكي = ١٣٪

٤٧ د الفصل ٢، القسم ١-٥

يؤدّي التضخّم إلى تناقص القيمة الحقيقية للنقود، ولذلك يعاني أصحاب الدخل المحدود من تداعياته.

٤٨ د الفصل ٩، القسم ٣-٤

يشترى المصرف الإسلامي (وليس العميل) العقار بالكامل ويؤجّره للعميل (لمُدّة ٢٥ سنة عادةً) بموجب نظام الإجارة. وفي نهاية هذه المدة، تنتقل ملكية العقار إلى العميل.

٤٩ ب الفصل ٩، القسم ٤-١-١

تُعَدّ بوالص التأمين مدى الحياة من البوالص القائمة على الاستثمار.

٥٠ ج الفصل ٦، القسم ١-١

ينطوي التحوط على بيع أداة مالية أو شرائها من أجل التحوط ضدّ الربح أو الخسارة الناتجين من الاستثمار في ورقة مالية أخرى.

خطة المنهاج

الوحدة / عنصر خطة المنهاج	الفصل / القسم
الغُنْصُر ١	الفصل الأول
١-١	مقدمة قطاع الخدمات المالية عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:
١-١-١	٣ معرفة دور كلِّ مما يلي ضمن قطاع الخدمات المالية: <ul style="list-style-type: none"> • مصارف الأفراد/الشركات • مؤسَّسات الادَّخار • المصارف الاستثمارية • المصارف الخاصَّة • 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
٢-١-١	٢ معرفة وظيفة كلِّ من قطاع الأفراد وقطاع الشركات/ الأعمال التجارية، والاختلافات فيما بينهما، والعملاء الأساسيين لكلِّ منهما
٣-١-١	٤ معرفة الدور الذي تؤدِّيه قنوات توزيع الاستثمارات: <ul style="list-style-type: none"> • خدمات المشورة المالية المستقلة والمحدودة بمنتجات معينة • خدمات التنفيذ فحسب
٤-١-١	٤ معرفة تأثير التقنية المالية في الأسواق المالية، بما في ذلك المشورة الآلية والتمويل الجماعي بين النظراء
٥-١-١	٥ <ul style="list-style-type: none"> • فهم مناهج الاستثمار القائم على الحوكمة الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات (ESG) ومزايا وعيوبها

الغُنْصُر ٢	الفصل الثاني
١-٢	البيئة الاقتصادية عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:
١-١-٢	٢ معرفة العوامل التي تؤثر في مستوى النشاط الاقتصادي في كلِّ من: <ul style="list-style-type: none"> • الاقتصاد المخطَّط مركزياً • اقتصاد السوق • الاقتصاد المُختلط • الاقتصاد المفتوح

الوحدة / عنصر خطة المنهاج	الفصل / القسم
٢-١-٢	٣
٣-١-٢	١-٤
٤-١-٢	٥

الغُنْصُر ٣	حقوق الملكية/الأسهم	الفصل الثالث
١-٣	تأسيس الشركات وخصائص الأسهم ومزاياها 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 كلٍّ منها من حيث: • توزيعات أرباح الأسهم • الأرباح الرأسمالية • امتيازات المساهمين • حق الاكتتاب في الأسهم الجديدة • حق التصويت	١
٣-١-٣	التمكن من حساب عائد توزيعات أرباح السهم	١
٤-١-٣	فهم المزايا والعيوب والمخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم: • مخاطر تغير الأسعار • مخاطر السيولة • مخاطر الجهة المُصدرة للأسهم • مخاطر تغيّر سعر الصرف	٢
٥-١-٣	معرفة ماهية قرارات مجلس الإدارة والفرق بين القرار الإلزامي والقرار الطوعي والقرار الإلزامي مع خيارات بما يشمل عمليات الاستحواذ والاندماج	٣

الوحدة / عنصر خطة المنهاج	الفصل/القسم
٦-١-٣	فهم المصطلحات الآتية: • إصدارات الأسهم المجانية/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 • السعر النظري للسهم بعد إصدار الأسهم المجانية
٨-١-٣	معرفة الهدف من انعقاد جمعيات الشركات العمومية وصيغتها
٩-١-٣	معرفة وظيفة البورصة: • الأسواق الأولية/الثانوية • الإدراج
١٠-١-٣	فهم خصائص إيصالات الإيداع: • إيصال الإيداع الأمريكي • إيصال الإيداع العالمي • دفعات توزيعات أرباح الأسهم • كيفية إصدارها/ التداول ما قبل الإصدار • حقوق الاكتتاب
١١-١-٣	معرفة فئات المؤشرات الرئيسية لأسواق الأسهم واستخداماتها
١٢-١-٣	معرفة كيفية تداول الأسهم: • التداول المباشر في البورصة/ التداول خارج الأسواق الرسمية • منصات التداول متعددة الأطراف • منصات التداول المحكومة بالعرض والطلب (order-driven)/منصات التداول المحكومة بالتسعير (quote-driven)
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
العنصر ٤	الفصل الرابع
١-٤	السننات خصائص السننات عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:

الوحدة / عنصر خطة المنهاج	الفصل / القسم
١-١-٤	فهم خصائص السندات والمصطلحات المرتبطة بها مثل: • سعر الفائدة (القسمة) • تاريخ الاستحقاق أو الاسترداد • القيمة الاسمية • العوائد
٢-٤	السندات الحكومية عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:
١-٢-٤	فهم تعريف السندات الحكومية وخصائصها: • الأنواع • الولايات المتحدة • المملكة المتحدة • الصين • فرنسا • ألمانيا • اليابان
٣-٤	السندات التجارية عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:
١-٣-٤	معرفة فئات السندات الآتية وخصائصها: • السندات المحلية • السندات الأجنبية • السندات الخارجية (سندات اليوروبوند) • الأوراق المالية المضمونة بالأصول وتشمل السندات المغطاة • السندات الصَّرفية • السندات الهجينة (القابلة للتحويل /السندات الممتازة) • السندات ذات معدل الفائدة المتغير • السندات متوسطة الأجل
٤-٤	السندات عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:
١-٤-٤	معرفة مزايا الاستثمار في مختلف أنواع السندات وعيوبه المحتملة
٢-٤-٤	التمكن من حساب العائد الثابت للسند
٣-٤-٤	فهم دور وكالات التصنيف الائتماني والفرق بين الدرجة الاستثمارية وغير الاستثمارية
العنصر ٥	الاستثمارات والأسواق الأخرى
١-٥	الودائع النقدية عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:
١-١-٥	معرفة خصائص حسابات الودائع لأجل والودائع الجارية.
الفصل الخامس	

الوحدة / عنصر خطة المنهاج	الفصل/القسم
٢-١-٥	١
٣-١-٥	١
٢-٥	
١-٢-٥	٢
٢-٢-٥	٢
٣-٢-٥	٢
٣-٥	
١-٣-٥	٤
٢-٣-٥	٤
٤-٥	
١-٤-٥	٣
٢-٤-٥	٣

الغُصْنُ ٦	المشتقات المالية	الفصل السادس
١-٦	استخدامات المشتقات المالية عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:	
١-١-٦	معرفة استخدامات المشتقات وطرق تطبيقها	١-١
٢-٦	العقود المستقبلية عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:	
١-٢-٦	معرفة العقود المستقبلية ووظيفتها	٢

الوحدة / عنصر خطة المنهاج	الفصل / القسم
٣-٦	عقود الخيار 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: • خيار الشراء • خيار البيع
٤-٦	المصطلحات عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:
١-٤-٦	٢ فهم المصطلحات الآتية: • الشراء على المكشوف • البيع على المكشوف • الدخول في العقد • الخروج من العقد
٣	٣ حامل العقد (أو مالك العقد) • محرر العقد • العلاوة (ثمن العقد) • الاستثمار المُغطى/المضمون • الاستثمار المكشوف/بدون ضمان
٥-٦	أسواق المشتقات والسلع عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:
١-٥-٦	٦ معرفة خصائص المشتقات وأسواق السلع الأساسية
٢-٥-٦	٧ معرفة مزايا الاستثمار في أسواق المشتقات والسلع وعيوبه المحتملة
٦-٦	عقود المبادلة (المُقايضة) عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:
١-٦-٦	٤ فهم تعريف عقود مبادلة أسعار الفائدة ووظيفتها
٧-٦	عقود مبادلة مخاطر الائتمان عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:
١-٧-٦	٥ فهم تعريف عقود مبادلة مخاطر الائتمان ووظيفتها

الغُضْر ٧	صناديق الاستثمار	الفصل السابع
١-٧	مُقدِّمة عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:	
١-١-٧	١-١ فهم مزايا الاستثمار الجماعي ومخاطره وعيوبه المحتملة	
٢-١-٧	٢-١ معرفة الفرق بين الإدارة النشيطة (الفاعلة) والإدارة غير النشيطة (غير الفاعلة) (للمؤشرات مثلاً)	

الوحدة / عنصر خطة المنهاج	الفصل/القسم
٣-١-٧	٢-١ معرفة أنواع الصناديق وكيفية تصنيفها
٢-٧	الصناديق ذات رأس المال المُتغيّر/الصناديق المشتركة عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدّم للامتحان:
١-٢-٧	٢ معرفة خصائص صندوق الاستثمار المفتوح/ صندوق الاستثمار المشترك وأنواع الصناديق المختلفة: • الولايات المتحدة الأمريكية • أوروبا
٣-٧	شركات الاستثمار المغلقة عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدّم للامتحان:
١-٣-٧	٣ معرفة خصائص شركات الاستثمار المغلقة (ذات رأس المال الثابت): • فئات الأسهم • الرفع المالي • صناديق الاستثمار العقاري المتداولة
٢-٣-٧	٣ معرفة معنى الخصم والعلاوة في ما يتعلّق بتسعير شركات الاستثمار المغلقة
٣-٣-٧	٣ معرفة آليات تداول أسهم شركات الاستثمار المغلقة
٤-٧	صناديق المؤشرات المُتداولة في البورصة عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدّم للامتحان:
١-٤-٧	٤ معرفة الخصائص الأساسية لصناديق المؤشرات المتداولة في البورصة: • التداول • أساليب المحاكاة • المحاكاة التركيبية/غير التركيبية
٥-٧	صناديق الاستثمار البديلة (Alternative Investment Funds) عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدّم للامتحان:
١-٥-٧	١-٥ معرفة الخصائص الأساسية لصناديق التحوُّط: • المخاطر المحتملة • التكلفة والسيولة • استراتيجيات الاستثمار
٢-٥-٧	٢-٥ معرفة الخصائص الرئيسية لصناديق الملكية الخاصة: • جمع التمويل • تحقيق الأرباح الرأسمالية

العُنصر ٨	اللوائح التنظيمية والمبادئ الأخلاقية	الفصل الثامن
١-٨	مُقدّمة عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدّم للامتحان:	
١-١-٨	فهم الحاجة إلى التنظيم والترخيص للشركات	١-١

الوحدة / عنصر خطة المنهاج	الفصل / القسم
٢-١-٨	٢-١ فهم الأهداف الرئيسية للجهات التنظيمية في قطاع الخدمات المالية وأنشطتها
٣-١-٨	١-٤ معرفة مدونة قواعد السلوك في المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار (CISI)
٤-١-٨	٤ فهم المبادئ الأساسية للنزاهة المهنية والسلوك الأخلاقي في مجال الخدمات المالية
٢-٨	الجرائم المالية عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:
١-٢-٨	١-٢ معرفة معنى غسل الأموال ومراحل غسل الأموال والجرائم ذات الصلة
٢-٢-٨	١-٢ معرفة كيفية استغلال الشركات/الأفراد كوسيلة لارتكاب الجرائم المالية: • الاحتيال • الجريمة الإلكترونية • تمويل الإرهاب
٣-٨	إساءة استخدام بالسوق عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:
١-٣-٨	١-٣ معرفة المخالفات التي تُصنَّف في بند إساءة استخدام للسوق، بما في ذلك التداول بناءً على معلومات داخلية، والنشر غير القانوني للمعلومات الداخلية، والتلاعب بمعاملات السوق، وتقديم بيانات مضللة

العُنْصُر ٩	المنتجات المالية الأخرى	الفصل التاسع
١-٩	صناديق التقاعد عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:	
١-١-٩	١ معرفة المزايا التي توفِّرها برامج التقاعد	
٢-١-٩	١ معرفة الخصائص الرئيسية لصناديق التقاعد وخصائص المخاطر المتعلقة بها: • برامج التقاعد الحكومية • برامج التقاعد المهنية (نظام المزايا (أو المنافع) المحددة ونظام المساهمات (أو الاشتراكات) المُحدَّدة) • برامج التقاعد الشخصية	
٢-٩	القروض 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	٢-٢ معرفة الفرق بين سعر الفائدة المعروض (أو المعلن) على الاقتراض وسعر الفائدة السنوي الفعلي	
٣-٢-٩	٢-٢ التمكن من حساب معدل الفائدة السنوي المئوي على أساس سعر الفائدة المعروض ومعدل تكرار الأقساط	

الوحدة / عنصر خطة المنهاج	الفصل / القسم
٤-٢-٩	معرفة الاختلاف بين الاقتراض المضمون وغير المضمون
٣-٩	القروض العقارية عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم لامتحان:
١-٣-٩	فهم خصائص سوق التمويل العقاري: • معدلات 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
٣-٣-٩	معرفة تحريم الفائدة في سياق التمويل الإسلامي وأنواع عقود القروض العقارية
٤-٩	التأمين على الحياة عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم لامتحان:
١-٤-٩	فهم المبادئ الأساسية للتأمين على الحياة وأنواع بوالص التأمين على الحياة: • التأمين لأجل • التأمين مدى الحياة
العنصر ١٠	
١٠-١٠	المشورة المالية فهم المجالات الرئيسية للمشورة المالية: عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم لامتحان:
١-١-١٠	فهم المجالات الرئيسية للمشورة المالية: • الموازنة • الحماية • الاقتراض • الاستثمار والادخار • التخطيط للحياة • التخطيط العقاري • التخطيط الضريبي • الاعتبارات الخارجية
٢-١٠	عملية المشورة المالية عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم لامتحان:

الفصل / القسم	الوحدة / عنصر خطة المنهاج	
٣	<p>فهم العوامل الرئيسية في عملية المشورة المالية:</p> <ul style="list-style-type: none"> • العلاقة مع العميل • القدرة على تحمل التكاليف • الملاءمة، والموقف من المخاطر • مطابقة الحلول مع الاحتياجات • استخدام مهارات الاتصال في تقديم المشورة • مراقبة ظروف العملاء ومراجعتها، والمعلومات المقدمة للعملاء • حقوق المستهلك وسبل الانتصاف، بما في ذلك الوعي بحدودها 	١-٢-١٠
	<p>المفاهيم القانونية في المشورة المالية</p> <p>عند استكمال دراسة هذا القسم من الكتاب، يجب على المُتقدِّم للامتحان:</p>	٣-١٠
٢	<p>معرفة المفاهيم القانونية الرئيسية المتعلقة بما يلي:</p> <ul style="list-style-type: none"> • الأشخاص الاعتباريون (إنعدام الوصاية/ الوصاية/ الممثلون الشخصيون/ الأمانة/ الشركات/ الالتزامات المحدودة/ الشركات) • العقد، القدرة على التعاقد • الوكالة • العقارات والممتلكات الشخصية والملكية المشتركة • التوكيلات • الإعسار والإفلاس • التحديد والإبلاغ عن عمليات الاحتيال 	١-٣-١٠

تفاصيل الامتحان

تُصمَّم كلُّ ورقةٍ امتحانيةٍ بمواصفات محددة بحيث تتحدد الدَّرجات التي سُنْعَى لكل عنصر، كما هو وارد في الجدول أدناه. تجدر الإشارة إلى أن الأرقام الموضحة قد تختلف قليلاً من امتحان لآخر، إذ تتوفر مرونة إلى حد ما في تصميم الاختبارات المختلفة من أجل ضمان مستوى محدّد من الصعوبة لكل واحد منها. لكنّ عدد الأسئلة في كل عنصر يبقى ثابتاً لا يتغيّر عن معدل يزيد على سؤالين اثنين سواء بالزيادة أو النقصان.

رقم العنصر	العنصر	الأسئلة
العنصر الأول	مقدمة	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	٤
العنصر العاشر	المشورة المالية	٣
المجموع		٥٠

أصبحت 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

لإيجاد أقرب مركز اختبار بالنسبة لك،
قم بزيارة cisi.org/cbt