CISI
CHARTERED INSTITUTE FOR SECURITIES & INVESTMENT

شهادة في إدارة الثروات والاستثمار

الشهادة الدولية في إدارة الثروات والاستثمار

النسخة العربية السابعة، مارس ٢٠٢٥

يستِند هذا الكتاب إلى الإصدار رقم ٧ من الخطة الدراسية ويشمل الامتحانات في المدة الواقعة بين ١ يونيو ٢٠٢٥ حتى ٣١ مايو ٢٠٢٧

CISI CHARTERED INSTITUTE FOR SECURITIES & INVESTMENT APPROVED WORKBOOK

Planting trees to catch carbon
20089900696
Printed on Carbon Captured paper

مرحباً بكم في هذه المادة التعليمية الصادرة عن المَعهد المُعتمد للأوراق المالية والاستِثمار تحت عنوان الشهادة الدولية في إدارة الثروات و الاستثمار (شهادة في إدارة الثروات).

صُمِّم هذا الكتاب في المعهد المُعتمد للأوراق المالية والاستِثمار لإعداد المتقدمين لامتحان مادة الشهادة الدولية في إدارة الثروات والاستثمار (شهادة في إدارة الثروات) الذي ينظِّمه المعهد.

النّاشر:
المَعهَد المُعتَمد للأوراق الماليّة والاستِثمار
© المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار ٢٠٢٥
٢٠ شارع فينتشيرش، لندن، EC3M3BY، المملكة المتحدة

هاتف: ٠٦٠٠ ٧٦٤٥ ٢٠ ٤٤+ فاكس: ٠٦٠١ ٧٦٤٥ ٢٠ ٤٤+
البريد الالكترونيّ: customersupport@cisi.org www.cisi.org/qualifications

تأليف:
كيم هولدينغ (Kim Holding)

مراجعة:
ماريو كوميس (Marios Koumis)
جورج باربوتيس (George Barboutis)

يُعَدّ هذا الكتاب دليلاً تعليمياً فقط، ولا يتحمّل المعهَد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار أيّ 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 يتحمّل الناشر أو المؤلف أي مسؤولية عن الخسارة التي قد يتعرّض لها أي شخصٍ يبرم صفقة أو يمتنع عن إبرام أخرى نتيجة الاطلاع على محتوى هذا المنشور.

جميع الحقوق محفوظة للناشر، ولا تجوز إعادة نشر أي جزء من هذا الكتيّب أو تخزينه عن طريق نظام استرجاع المعلومات، كما يُحظَّر نقله بأي شكلٍ أو وسيلة سواء إلكترونيّاً أو بالتصوير أو التسجيل أو خلافه من دون الحصول على إذنٍ مُسبقٍ من مالك حقوق النشر.

تحذير: إنّ اتّخاذ أي إجراء غير مرخَّص به في ما يتعلّق بمحتوى هذا الكتاب، سواء كله أو أي جزءٍ منه، قد يعرضّ صاحبه للملاحقة الجنائية والمُحاكمة المدنية بتهمة إحداث الضّرر.

ينبغي أن يكون المرشحون على علم بأن القوانين المذكورة في الكتاب قد لا تنطبق دائماً على إسكتلندا.

تظهر خطة التعلّم، التي تحتوي على المنهاج بأكمله، في نهاية هذا الكتاب، كما يمكن الاطّلاع على المنهاج عن طريق زيارة الموقع الإلكتروني للمعهد cisi.org أو الاتّصال بمركز خدمة العملاء على الرقم: ٠٧٧٧ ٧٦٤٥ ٢٠ ٤٤+، علماً بأن الاختبار يقوم على أساس هذا المنهاج. ونذكّر الراغبين في التقدّم للامتحان بضرورة المواظبة على زيارة الصفحة الخاصة بآخر المستجدّات على الموقع الإلكتروني للمعهد (cisi.org/candidateupdate) للاطّلاع على التحديثات الناجمة عن التغيرات التي يشهدها القطاع المالي وتؤثر في الاختبار الذي يرغبون في التقدّم إليه.

صُمّمت الأسئلة الواردة في هذا الكتاب كوسيلة مساعدة لمراجعة المواضيع المختلفة التي يشملها المنهاج ولمساعدتكم على ترسيخ ما تعلّمتم في الفصول كافة.

يرجى الانتباه إلى أنه، وكجزء من حماية نزاهة الامتحانات، لا يُسمح باستخدام الآلات الحاسبة المحمولة في أماكن اختبار المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار. على المرشحين استخدام الآلة الحاسبة التي تظهر على الشاشة لجميع اختبارات المعهد القائمة على الحاسوب بجميع اللغات في المملكة المتحدة وعلى الصعيد الدولي.

نسخة الكتاب: ٧,٤ (مايو ٢٠٢٥)

هام - ابقوا على اطلاع على التغييرات في هذا الكتاب وتواريخ الامتحانات

تعني التغييرات التي تحدث في الممارسات في هذا المجال والظروف الاقتصادية والتشريعات/اللوائح والتكنولوجيا وعوامل أخرى مختلفة أنه على الممارسين أن يكفلوا تحديث معارفهم.

يعد محتوى الكتاب التعليمي هذا عند النشر مناسباً للامتحانات التي تُجرى خلال الفترة المحددة. غير أن التغييرات التي تؤثر على هذا المجال قد تؤدي إما إلى نشر نسخة مستكملة أو إرجاء النشر.

تجدر الإشارة إلى أن الإصدار الحالي سيحل دائماً محل محتوى الكتب التي تم إصدارها مسبقاً.

ابقوا مطلعين على نشر أي كتب تعليمية جديدة وأي تغييرات تطرأ على مواعيد الامتحانات عن طريق الرجوع بانتظام إلى موقع المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار الالكتروني: cisi.org/candidateupdate

التعلّم والتطوّر المهني عن طريق المعهد المُعتَمَد للأوراق المالية والاستثمار

يُعَدّ المَعهد المُعتمد للأوراق المالية والاستثمار الهيئة المهنيّة الرائدة للعاملين في قطاع المال والاستثمار أو الذين يتطلّعون للعمل فيه، وإننا في المَعهد المُعتمد للأوراق المالية والاستثمار نلتزم أشدّ الالتزام بتعزيز المعرفة والمهارات والنزاهة، وهي الركائز الثلاثة للسلوك المهني في صلب منظّمتنا المُعتمدة.

تستخدم الشركاتُ اختبارات المعهد المُعتَمَد للأوراق المالية والاستثمار لتلبية مُتطلّبات الهيئات التنظيمية الحكومية. فالشهادات الصادرة عن المعهد شهاداتٌ معترفٌ بها رسميّاً على نطاق واسعٍ من الحكومات وهيئاتها الرقابية، بدءاً من سنغافورة ووصولاً إلى دبي والولايات المتحدة إلى جانب الهيئات التنظيمية في المملكة المُتّحدة، حيث يقع مقرُّ المَعهد الرئيس. ويتمّ عقد حوالي ٥٠,٠٠٠ اختبار كلّ عامٍ، علماً أنه على المتقدّمين استخدام الموادّ التعليميّة الصادرة عن المعهد عند التَّحضير للاختبارات التي ينظّمها للحصول على أفضل الفرص لتحقيق النجاح. وتخضعُ الكتب التعليمية التي ينتجها المعهد عادة للمراجعة والتدقيق سنوياً من قبل خبراء من العاملين في قطاع الخدمات الماليّة أنفسهم بالإضافة إلى شركائنا المُدرَّبين المُعتَمَدين الذين يقدّمون أدوات التدريب والتعلُّم الإلكتروني لمساعدة الراغبين في التقدم للامتحانات في تحضيرهم لها. كما تُنشَر المعلومات التي تهمّ الراغبين في التقدم لامتحانات المعهد في صفحة خاصة على موقعنا الإلكتروني: cisi.org/candidateupdate

لا يُقدّم هذا الكتاب التعليمي إعداداً دقيقاً وشاملاً للاختبار الذي يرتبط به فحسب، بل يُعَدّ مرجعاً قيّماً لممارسي المهنة أيضاً. كما تشكّل دراسته جزءاً من التطوُّر المهني المستمر. ستُتاح على موقعنا الإلكتروني الامتحانات التجريبيّة عن معظم المقرّرات التعليميّة التي يوفّرها المعهد، وذلك كأداة مراجعة إضافيّة.

يتم تسجيل المتقدمين لاختبارات المعهد تلقائيّاً إلى عضوية المعهد بصفتهم طلّاباً أعضاء من دون أي رسوم إضافية لمدة عام واحد (ما لم يكونوا أعضاء في المعهد مسبقاً)، الأمر الذي يتيح لهم إمكانية الوصول إلى مجموعة واسعة من المراجع المتوفرة على الإنترنت، بما في ذلك نظام التلفاز الخاص بالمعهد، مجاناً من دون دفع رسومٍ إضافيةٍ. ويضمّ المعهد في عضويَّته ما يزيد عن ٤٠,٠٠٠ عضو، وقد استكمل نصفهم تقريباً المؤهّلات ذات الصلة وانتقلوا إلى درجة مُتقدِّمة في عضوية المعهد. ويمكنكم الاطلاع على مزيد من المعلومات عن الخطوات التالية اللازمة لتحقيق ذلك في نهاية هذا الكتاب.

١ قطاع الخدمات المالية ١

٢ اللوائح التنظيمية للقطاع المالي ١٧

٣ فئات الأصول والأسواق المالية ٣٧

٤ الاستثمارات المشتركة ٩٧

٥ علم الاقتصاد والتحليل الاستثماري ١٢٣

٦ إدارة الاستثمار ١٩٧

٧ المشورة الاستثمارية ٢٤٩

٨ التخطيط المالي مدى الحياة ٢٨٩

دليل المصطلحات ٣٢٩

أسئلة متعدّدة الخيارات ٣٤٥

خطّة المنهاج ٣٧٤

من المتوقع أن تستغرق دراسة هذا الكتاب التعليمي حوالي ١٠٠ 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 القسم الذي يتحدّث عن شركائنا المعتمدين في التدريب.

أتريدون تسجيل ملاحظة أو تعليق؟

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

الفصل الأول

قطاع الخدمات المالية

١. الغرض من قطاع الخدمات المالية وهيكلته ٣

يتضمن هذا الفصل قرابة ٤ أسئلة من أصل ١٠٠ سؤال من أسئلة الاختبار

١- الغرض من قطاع الخدمات المالية وهيكلته

يتضمن هذا الفصل مقدمة حول قطاع الخدمات المالية بالنظر في الهدف الرئيس منه والمشاركين الرئيسين فيه، قبل التطرق إلى دراسة علم الاقتصاد والأسواق المالية.

١-١ قطاع الخدمات المالية في النظام الاقتصادي

هدف التعلّم

١-١-١ معرفة وظيفة قطاع الخدمات المالية في النظام الاقتصادي: انتقال الأموال بين الأفراد والشركات والحكومة؛ وإدارة المخاطر

يُعَدّ قطاع الخدمات المالية أساسياً في الاقتصاد العالمي، ويشمل سلسلة واسعة ومتنوعة من الأنشطة التي تتراوح بين الأعمال المصرفية والتأمين وأسواق الأسهم ورأس المال الاستثماري وبالطبع إدارة الثروات. للأسهم المدرجة في **أسواق الأسهم** العالمية ١٠٩ تريليون دولار أمريكي في نهاية عام ٢٠٢٠ وفقاً للاتحاد الدولي للبورصات.

١-١-١ قطاع الخدمات المالية

يُعَدّ قطاع الخدمات المالية من أضخم القطاعات في العالم بلا شكّ، وبعض الإحصاءات المتعلقة كبيرة الحجم لدرجة أنه يصعب استيعاب الأرقام أحياناً. على سبيل المثال، وفقاً للإحصاءات الصادرة عن بنك التسويات الدولية (BIS)، يمكن أن يتجاوز حجم التداولات اليومية في **سوق الصرف الأجنبي (الفوركس)** ٦ تريليون دولار أمريكي في حين تجاوزت القيمة الإجمالية للأسهم المدرجة في **أسواق الأوراق المالية** العالمية ١٠٩ تريليون دولار أمريكي في ديسمبر عام ٢٠٢٣ وفقاً لستاتيستا[١].

لقد ساعدت التطورات والتغيرات الهائلة الناجمة عن التقدم التكنولوجي على نمو قطاع الخدمات المالية حول العالم إلى حد كبير، وذلك على غرار الثورات الصناعية التي شهدتها دول مختلفة بين عامي ١٧٦٠ و١٩٠٠. وعلى المدى البعيد، أدى اقتران العولمة بالتغير التكنولوجي السريع عموماً إلى انخفاض نسبة **التضخم**، والنمو القوي والازدهار السريع لأسواق **الأسهم** والسندات. كما بشَّرت التكنولوجيا بتغييرات جوهرية في المجتمعات، نتيجة التقدّم الحضاري وزيادة التفاوت في الدخل وأنماط الاستهلاك المتغيرة، لا سيما في الدول النامية (كما هو الحال في الصين والهند مثلاً)، مما أدى إلى ظهور حاجتها إلى الخدمات المالية.

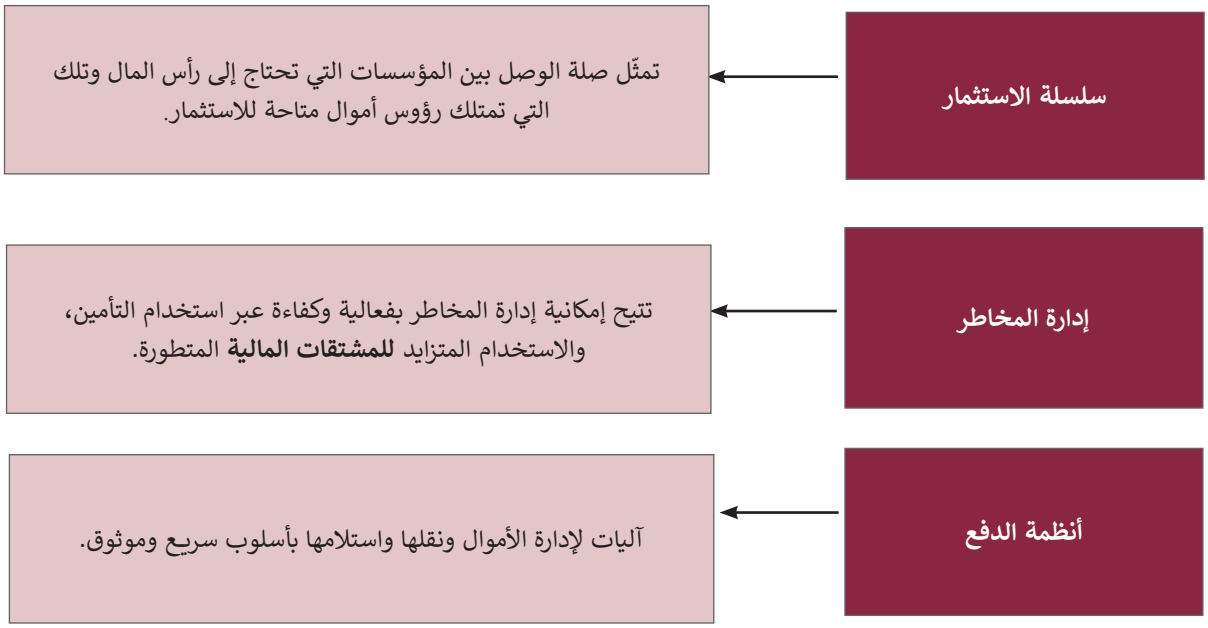
١ ساتيستا، مايو ٢٠٢٤. القيمة السوقية للأسهم في أنحاء العالم ٢٠١٣-٢٠٢٣. جرى الاسترجاع من: https://www.statista.com/statistics/274490/global-value-of-share-holdingssince-2000/ (جرى الوصول إليه: يونيو ٢٠٢٤)

يتجه الكثير من الأشخاص حول العالم اليوم للخروج من دائرة العيش عند حدود الكفاف إلى الحصول على دخل متاح للإنفاق على أغراض الترفيه والادخار والاستثمار تحسباً للمستقبل وضماناً للأجيال القادمة. ومن هنا تبرز الحاجة إلى شكل من أشكال الإدارة المالية، سواء كانت حسابات مصرفية بسيطة أو منتجات التأمين على الحياة. كما أن الحكومات تستثمر مبالغ طائلة في تطوير البنى التحتية، وبالتالي فإنها تحتاج إلى جمع رأس المال اللازم لذلك من الأسواق المالية.

توفر الشركات المالية وظيفة اقتصادية حيوية في الجمع بين أولئك الذي يملكون **المال** للاستثمار (بهدف تحقيق النمو أو الدخل المستقبلي) وبين الشركات والحكومات التي يلزمها رأسمال للاستثمار أو التوسع أو لتمويل عملياتها الجارية.

يؤدّي قطاع الخدمات المالية دوراً حيوياً في الاقتصادات جميعها، سواء المتقدمة أو النّامية، وتوّفر صلة الوصل بين الحكومات/المؤسسات التي تحتاج إلى رأس المال وأصحاب رؤوس الأموال المتاحة للاستثمار. على سبيل المثال، قد تكون المؤسسة التي تحتاج إلى رأس المال عبارة عن شركة في طور النمو، وقد تحصل هذه المؤسَّسة على رأس المال الذي تحتاج إليه عن طريق أفراد يدخرون لتقاعدهم في صندوق من صناديق التقاعد. وعبر قطاع الخدمات المالية، يتم توجيه هذه الأموال المستثمرة إلى تلك المؤسسات التي تحتاج إليها وتقديم خدمات التحويل والسداد والمشورة والإدارة.

يمكن تقسيم دور قطاع الخدمات المالية إلى ثلاث وظائف أساسية:



تتضمن تلك الوظائف تفصيلياً ما يلي:

سلسلة الاستثمار	• يتم عن طريق سلسلة الاستثمار الجمع بين المستثمرين والمقترضين معاً. وبذلك يتم تمويل الأعمال وتوفير الفرص للمدخرين لإدارة مواردهم المالية طوال حياتهم. • تُعدّ كفاءة هذه السلسلة أمراً بالغ الأهمية في توزيع رأس المال على الاستثمارات الأكثر ربحية، وتوفير آلية للادخار، ورفع الإنتاجية، وبالتالي تحسين القدرة التنافسية في الاقتصاد العالمي.
إدارة المخاطر	• بالإضافة إلى الفرص التي توفّرها سلسلة الاستثمار في تجميع مخاطر الاستثمار، يسمح قطاع الخدمات المالية بإدارة المخاطر الأخرى بفعالية وكفاءة باستخدام التأمين والمشتقات التي تتطوّر وتزداد تعقيداً بصورة متزايدة، وذلك بهدف التخفيف من التعرّض لمخاطر معيّنة أو التنبّؤ ببعض الحوادث (المتوقعة أو غير المتوقعة). • تساعد هذه الأدوات الأعمال على مواجهة التقلبات العالمية المتنوعة مثل تقلبات أسعار العملات أو وقوع حوادث كبرى أو الظروف المناخية القاسية، كما تحمي الأسر من الحوادث اليومية.

أنظمة الدفع	• توفر أنظمة الدفع والخدمات المصرفية التي يتمّ تشغيلها ضمن قطاع الخدمات المالية آليات عملية لإدارة الأموال وتحويلها واستلامها بسرعة وبصورة موثوقة. • يُعَدّ هذا شرطاً أساسياً لازدهار النشاط التجاري وللمشاركة في التجارة والاستثمار الدوليين. ومن الأمثلة الدولية على نظم الدفع نظام سويفت (SWIFT)، وهو عبارة عن منصة للتواصل تمكّن أعضاءها من تبادل المعلومات المالية على نحوٍ آمن وموثوق، وبذلك تقوم بتوحيد المعاملات المالية الدولية. • تُعَدّ إمكانية استخدام أنظمة الدفع والخدمات المصرفية عنصراً أساسياً من عناصر توفير الخدمات المالية للأفراد. على الرغم من أن هذا يختلف من دولة لأخرى ويعتمد على ما إذا كانت الدولة مدمجة بالكامل في النظام المالي العالمي أم لا. • في الماضي، انفردت الدول المتقدمة بالحصول على أنظمة الدفع الأكثر تطوراً، لكنّ استخدام التكنولوجيا غيّر معالم ذلك حالياً. فعلى سبيل المثال، تتيح الهواتف المحمولة في أفريقيا إمكانية استخدام أنظمة الدفع المصرفية عبر الإنترنت للأشخاص الذين لم يسبق أن توفّر لهم أي حساب مصرفي.

ثمة أوجه تفاوت كبير في التنمية الاقتصادية عبر أنحاء العالم. ويمكن ربط أحد أسباب هذا التفاوت بمدى تطور القطاعات المالية في دولة دون الأخرى. فعلى سبيل المثال، إن الأسواق المالية التي تُعَد الأعمق في الولايات المتحدة مقارنة بتلك الموجودة في أوروبا مسؤولة إلى حد كبير عن زيادات الإنتاجية الأكبر وتسريع وتيرة الابتكار الصناعي. بالإضافة إلى ذلك، وُجِد أن تحسين فرص الوصول إلى الملكية الخاصة ورأس المال الاستثماري قد أثر تأثيراً إيجابياً على عدد براءات الاختراع في أوروبا.

تنفّذ الدول النامية بصورة متزايدة خططاً لتطوير قطاع الخدمات المالية باعتباره المحور الأساسي **للنمو الاقتصادي**.

دور قطاع الخدمات المالية في النمو الاقتصادي

كشفت الأبحاث عن وجود روابط إيجابية بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي. ويجدر بالنظام المالي المتطور أن يحسِّن من فعالية القرارات المالية، لصالح توزيع أفضل للموارد وبالتالي تحقيق النمو الاقتصادي.

نستنتج من ذلك أنه من أجل تطور الاقتصاد وإدارته بفعالية، لا بدّ من وجود نظام مالي يؤدي وظائفه بفعالية: توفير الائتمان وتوفير **السيولة** وإدارة المخاطر وإنشاء سوق لمشتري التمويل و**الأوراق المالية** وبائعيها على حد سواء.

وفقاً للبنك الاحتياطي الفيدرالي في سان فرانسيسكو:

> *"تساعد الأسواق المالية على التوجيه الفعّال للمدخرات والاستثمارات في الاقتصاد بطرق تسهِّل جمع رأس المال وإنتاج السلع والخدمات. إن الجمع بين الأسواق والمؤسسات المالية المتطورة، مع مجموعة متنوعة من المنتجات والأدوات المالية، يلبي احتياجات المقترضين والمقرضين وبالتالي متطلبات الاقتصاد بمجمله".*[٢]

٢ بنك الاحتياطي الفيدرالي في سان فرانسيسكو، يناير ٢٠٠٥. البحث والرؤى: يُرجى توضيح كيف يُمكن للأسواق المالية أن تؤثر على الأداء الاقتصادي. جرى الاسترجاع من: https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/doctor-econ/01/2005/financial-markets-economic-performance (جرى الوصول إليه: يونيو ٢٠٢٤)

١-٢ المنظّمات والمؤسسات الرئيسة

هدف التعلّم	
١-١-٢	معرفة الأنشطة المرتبطة مع: الأسواق المالية التي تقدّم الخدمات للشركات؛ الأسواق التي تقدّم الخدمات للأفراد
١-١-٣	معرفة دور المؤسسات/المنظمات الرئيسة: مصارف الأفراد؛ المصارف الاستثمارية؛ صناديق التقاعد؛ مدراء صناديق الاستثمار
١-١-٤	معرفة الأنشطة المرتبطة بـ: أمناء الحفظ

يشمل قطاع الخدمات المالية مجموعة واسعة من الأعمال التجارية التي تقدم الخدمات المالية إلى الحكومات والشركات والأفراد. إن نطاق الأنشطة والخدمات التي يقوم بها واسع؛ فيتراوح، مثلاً، بين توفير الحسابات المصرفية البسيطة إلى الهياكل المعقدة المستخدمة للتمويل المؤسسي، وما هما سوى مثالين.

نتيجةً لهذا النطاق الواسع، يُعد تقدير حجم القطاع ونطاقه أمراً مفيداً بحيث يمكن فهم واستيعاب الخدمات المختلفة. وتتمثل نقطة الانطلاق في السعي إلى توفير هيكل شامل حيث يمكن تخصيص الخدمات، والتمييز بين الأسواق المالية للأفراد والشركات.

الأسواق المالية للشركات والأفراد	
سوق الخدمات المالية للشركات	• تمكّن الأسواق المالية للشركات ومؤسسات القطاع العامّ والحكومات والمؤسسات المالية من جمع تمويل قصير الأجل ورأس مال طويل الأمد لتمويل النمو؛ ومزاولة أعمال التجارة العالمية والمحلية؛ وإدارة المخاطر المالية والمخاطر الأخرى؛ والاستفادة من فرص الاستثمار. • يُعدّ العمل الفعال للأسواق المالية للشركات أمراً بالغ الأهمية على صعيد سير عمل الأسواق المالية للأفراد والاقتصاد ككل على حدّ سواء.
سوق الخدمات المالية للأفراد	• في إطار الأسواق المالية للأفراد، تقدم الشركات والمؤسسات الخدمات المالية مباشرةً للأفراد والشركات الصغيرة. يمكن أن تتراوح هذه الخدمات بين فتح الحسابات المصرفية والإقراض والتأمين وإدارة الثروات.

ببساطة، يمكن اعتبار الأسواق المالية للشركات بمثابة المكان حيث يتمّ توفير الخدمات المالية في قطاع التجارة فيما بين مؤسسات الأعمال (B2B)، في حين تنطوي الأسواق المالية للأفراد على توفير الخدمات المالية للعملاء من قبل الشركات (B2C). ويُعد تصنيف الأسواق تحت هذين النوعين من الأسواق المالية طريقة مفيدة للبحث في القطاع؛ لكن هناك العديد من المجالات التي لا تُصنَّف بدقة ضمن أي من السوقين، أو تتداخل بين هذين القطاعين.

تشمل الأنشطة المالية التي تشكل قطاع الخدمات المالية للشركات ما يأتي:

- **العمليات المصرفية الدولية** – عمليات مصرفية عابرة للحدود.
- **أسواق الأسهم** – تداول الأسهم المدرجة في البورصة.
- **أسواق السندات** – تداول أدوات الدين الحكومي أو أدوات الدين الخارجي أو أدوات دين الشركات.
- **أسواق العملات** – تداول العملات.
- **المُشتقات المالية** – تداول **عقود الخيار** و**عقود المبادلة** و**العقود المستقبلية** و**العقود الآجلة**.
- **إدارة الصناديق** – إدارة المحافظ الاستثمارية لصناديق الاستثمار الجماعي (CISs) وصناديق التقاعد وصناديق التأمين، وصناديق التحوط والملكية الخاصة.
- **التأمين** – إعادة التأمين وتأمين الشركات الكبرى (بما في ذلك التعويض المهني) والتأمين الذاتي والتأمين المشترك ضد المخاطر.
- **الخدمات المصرفية الاستثمارية** – توفير خدمات مصرفية استثمارية مصمّمة خصيصاً للشركات مُتضمنةً أنشطة مثل تمويل الشركات وإجراء عمليات الاندماج والاستحواذ وتداول الأسهم وتداول الأوراق المالية بما فيها الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، والملكية الخاصة.

بالمقابل، يركز قطاع الخدمات المصرفية للأفراد على الخدمات المقدمة للعملاء من الأفراد، بما فيها:

- **الخدمات المصرفية للأفراد** – النطاق التقليدي للحسابات الجارية (وتُسمى أيضاً حسابات إصدار الشيكات/ الصكوك، وديعة تحت الطلب أو حسابات الحوالات المالية) وحسابات التوفير والإقراض وبطاقات الائتمان.
- **التأمين** – توفير مجموعة واسعة من بوالص التأمين على الحياة والحماية في مجالات مثل التأمين الصحي والتأمين ضد الإصابة بأمراض خطيرة، والتأمين على السيارات والممتلكات، وضمان الدخل وتأمين قروض الرهن العقاري.
- **صناديق التقاعد** – توفير حسابات الاستثمار المصمّمة خصيصاً لجمع المدخرات طيلة المدّة التي يعمل فيها شخصٍ ما، وتوفير عوائد له عند التقاعد.
- **خدمات الاستثمار** – مجموعة من المنتجات والأدوات الاستثمارية بدءاً من خدمات الإدارة عبر تنفيذ أوامر العميل فقط إلى خدمات الإدارة المتكاملة للثروات والخدمات المصرفية الخاصة.
- **التخطيط المالي والمشورة المالية** – خدمة مساعدة العميل على التخطيط لمستقبله المالي، مع أخذ قروض الرهن العقاري والقروض والتأمين ومعاشات التقاعد في الاعتبار.

لكنّ المشهد يبدو أكثر تعقيداً في معظم المراكز المالية، وذلك لأن الكثير من المُنظّمات الضخمة تقدِّم خدماتٍ مالية تشمل الخدمات كافة المتعلقة بالقطاع المالي، ما يؤدي إلى عدم وضوح الحدود التقليدية بين هذه المنتجات ومزوّديها.

١-٢-١ المصارف ومؤسسات الادخار

في سوق الخدمات المالية اليوم، يوجد العديد من البنوك ومؤسسات الادّخار لتقديم مجموعة واسعة من أنواع الودائع والقروض والمنتجات الاستثمارية للأفراد أو الشركات أو كليهما.

أنواع المصارف ومؤسسات الادخار	
مصارف الأفراد والشركات	• هذه هي البنوك التقليدية المعروفة الموجودة في معظم المدن والدول التي تستقبل الودائع وتقدم القروض من/ إلى العملاء والشركات الصغيرة. • وبالعودة إلى أصولها التاريخية، تميل هذه المؤسسات إلى العمل عبر شبكة من الفروع التي تقع في مراكز المدن، لكنها باتت توفّر خدمات مصرفية إلكترونية على نحو متزايد. • بالإضافة إلى تقديم الخدمات المصرفية التقليدية، تقدم مصارف الأفراد الكبرى أيضاً منتجات مثل إدارة الأصول وصناديق التقاعد والتأمين، كما توفِّر في بعض الأحيان خدمات الوساطة مثل خدمات التنفيذ فقط لأوامر العميل وغيرها من خدمات الوساطة الأخرى. • عادةً ما تقدم مصارف الأفراد الخدمات والمنتجات للأفراد، في حين تتعامل البنوك التجارية مع الشركات مباشرة. وقد أصبح هذا التمايز غير واضح اليوم. • إن مصارف الأفراد والشركات مملوكة لمساهميها؛ لكن قد يكون بعضها مملوكاً للحكومة.

مؤسسات الادخار	• بالإضافة إلى مصارف الأفراد والشركات، توجد في معظم الدول أيضاً مؤسسات ادخار تخصّصت بدايةً في تقديم منتجات الادخار للعملاء الأفراد، لكنها باتت اليوم تتجه إلى تقديم مجموعة من الخدمات المماثلة لتلك التي تقدمها المصارف. • تُعرف هذه المؤسسات بأسماء مختلفة حول العالم، مثل "كاخاس" (cajas) في الدول الناطقة باللغة الإسبانية. في المملكة المتحدة وأستراليا ونيوزيلندا، تُعرف عادة باسم "الجمعيات السكنيّة" [بالإنجليزية: Building Societies]والسبب في إنشائها يرجع إلى أنه تم تأسيسها في القرن التاسع عشر عندما اشتركت مجموعات صغيرة من الأفراد معاً وقاموا بتجميع مدخراتهم في صندوق واحد، ما سمح لبعض أعضاء المجموعة ببناء المنازل أو شرائها. كان بنك البريد الياباني، وهو جزء من مكتب البريد، أكبر بنك ادخار في العالم حتى تم إدراجه في بورصة طوكيو للأوراق المالية في عام ٢٠١٥. • عادة ما تكون مؤسسات الادخار مملوكة بشكل مشترك للأفراد الذين أودعوا الأموال أو اقترضوا منهم، ويُطلق عليهم اسم "الأعضاء". ولهذا السبب توصف منظمات الادّخار هذه غالباً بأنها "جمعيّات مشتركة" [بالإنجليزية: Mutual Societies]. يتمثل الفارق الرئيس بين المصارف التقليدية ومؤسسات الادخار المملوكة ملكيّة مشتركة في ملكية كل منهما: فالأخيرة مملوكة لأعضاء مؤسسة الادخار. • على مدار السنوات، اندمجت العديد من مؤسسات الادخار أو تم الاستحواذ عليها من مؤسسات أكبر. في الماضي، تحوَّل عدد منها إلى مصارف يتم تداول أسهمها في البورصة، وهي عملية تُعرف باسم **'تحويل الشركة من ملكيّة خاصّة إلى ملكيّة عامّة'(demutualisation)** إذ يصبح أعضاء مؤسسة الادخار مساهمين.
شركات التمويل	• تتخصص شركات تمويل المستهلكين في تقديم القروض للأفراد لتمويل شراء سلع مثل السيارات أو المعدات المنزلية. غالباً ما تلجأ شركات تصنيع السيارات إلى مقرضين متخصصين للمساعدة في تمويل عمليات شراء سياراتهم. • هناك أيضاً شركات تمويل متخصصة في تقديم التمويل للشركات، حيث تقدم القروض وغيرها من الخدمات مثل عملية التخصيم (أو بيع الديون factoring)، وهي العملية التي تقوم الشركة من خلالها ببيع حساباتها المستحقّة (أي فواتيرها غير المدفوعة) لشركة تمويل بسعر مخفض، في المقابل تتلقى الشركة النقود فوراً، الأمر الذي يدعم تدفقاتها النقدية. • يكمن الاختلاف الرئيس بين شركات التمويل والمصارف التقليدية في أن المصارف تحصل على بعض تمويلها من الودائع التي تستقبلها، بينما يحصل هؤلاء المقرضون المتخصصون على تمويلهم من المساهمين والمصارف وأسواق المال.

كما ذكرنا سابقاً في القسم ١-١، تساعد التكنولوجيا على إزالة الحواجز أمام دخول السوق الذي كان حكراً على مصارف الأفراد. ونتج عن ذلك ظهور مزوِّدي خدمات جُدد، مثل البنوك التي توفِّر الخدمات المصرفية عبر الإنترنت، ينافسون الدور التقليدي الذي تؤديه المصارف ومؤسسات الادخار القائمة؛ وقد أتاح التقدّم التكنولوجي للبنوك إمكانية تقديم خدماتها عبر الإنترنت من دون الحاجة إلى شبكة واسعة من الفروع. وأُدخل مصطلح آخر لوصف البنوك الجديدة وهو **المصارف الصغيرة المنافسة (challenger banks)**؛ فقد تم تصميمها للتنافس مع مصارف الأفراد الرئيسة الأكبر، ولكن يُنظر إليها على أنها أكثر ألمعيّةً، إذ توفّر عدداً أقل من المنتجات، والأهم من ذلك كلّه أنّها ليست مثقلةً بأعباء الأزمات والمشكلات التي واجهتها البنوك فيما مضى.

في مختلف أنحاء العالم، أصبحت الخدمات المالية في متناول الجميع جراء الاستخدام الواسع للهواتف الذكية، طالما يتوفر اتصال بالإنترنت ويمكن إجراء المدفوعات من خلال رموز QR وبصمات الأصابع وتقنية التعرف على الوجه. وفي آسيا وأفريقيا، على وجه الخصوص، تشهد الخدمات المصرفية عبر الهاتف المحمول والخدمات المالية الرقمية توسعاً سريعاً، مما يتيح للسكان الذين لم يكن لديهم حسابات مصرفية في السابق إمكان الوصول إلى المنتجات والخدمات المالية.

في الأعوام الأخيرة، شهد القطاع المصرفي ظهور أطراف منافسة تقوم بالدور التقليدي للمصارف في هيئة **الإقراض بين النظراء (Peer-to-peer lending)**. ففي النموذج المصرفي التقليدي، تحصل البنوك على ودائع تدفع عليها فوائد ثم تقوم بالإقراض بسعر أعلى. ويمثّل الفارق بين الاثنين الأرباح المحقّقة. ويستثنى الإقراض بين النظراء البنوك، إذ يحصل المقترضون في الغالب على أسعار فائدة أقل قليلاً، بينما يحصل المدخرون على أسعار فائدة كلية أفضل بكثير، حيث تستفيد مؤسسات الإقراض بين النظراء من الرسوم المستوفاة.

في مقابل قبول نسبة أعلى من المخاطر، يمكن للمدخرين تحقيق عوائد أعلى والتي يمكن أن تكون مفيدة للغاية في فترات انخفاض أسعار الفائدة. تختلف أسعار الفائدة المتاحة وفقاً لنوع المقترض الذي يقرضه موقع إقراض النظراء والمخاطر التي يكون المقرض مستعدّاً لتقبّلها. يتم إقراض الودائع للأفراد والشركات، لكنّ إقراض كامل مبلغ أي وديعة كبيرة وقبض الفائدة منها قد يستغرق بعض الوقت. لا يتم دفع أي فائدة أثناء انتظار إقراض الوديعة. ولا يمكن إجراء عمليات السحب الفوري دائماً، وحيثما يكون ذلك ممكناً، فقد يستغرق الأمر بعض الوقت وقد ينتج عنه تكبّد تكاليف أو تخفيض لسعر فائدة.

ترافق النمو السريع في التكنولوجيا الماليّة (أو الـ"fintech") مع ظهور **نظام الظلّ المصرفي (shadow banking)**. ويصف هذا المصطلح مجموعة من المؤسسات غير المصرفية التي تقدم خدمات مماثلة للمصارف التقليدية لكن بدون التقيد بالقوانين المصرفية القائمة. ويقدم هذه الخدمات المسترهنون وشركات التمويل من جهة، إلى صناديق أسواق النقد وأدوات الاستثمار المتخصصة من جهة أخرى. يشار إلى أنّ الهيئات الرقابية التنظيمية بدأت في جميع أنحاء العالم تتخوّف إلى حد كبير بشأن المخاطر التي يشكّلها ذلك على على النظام المالي، فاتخذت الهيئات التنظيمية الهيئات التنظيمية إجراءات للسيطرة على نظام الظلّ المصرفي بهدف الحد من المخاطر التي يمكن أن يشكّلها.

١-٢-٢ المصارف الاستثمارية

بينما يُمكن أن تسمى **المصارف الاستثمارية** "مصارف"، يختلف نوع معاملاتها عن مصارف الشركات المعتمدة على الودائع.

تقدم المصارف الاستثمارية المشورة للشركات التي تريد أن تطرح أسهمها في سوق الأوراق المالية، وتجمع لها التمويل الإضافي عن طريق إصدار المزيد من الأسهم أو **السندات**، أو تنفيذ عمليات الاندماج والاستحواذ، وتقدِّم خدمات التداول للمؤسسات المالية التي قد ترغب في الاستثمار في الأسهم والسندات، لا سيما صناديق التقاعد ومدراء الأصول. بالإضافة إلى ذلك، تدعم المصارف الاستثمارية أنشطة التداول لوسائط بديلة مثل صناديق التحوط.

وعادة ما توفر مجموعة الخدمات المصرفية الاستثمارية بعضاً من الخدمات الآتية أو كلها، إما في إدارات المصرِف الاستثماري أو في شركات تابعة داخل المجموعة:

- **تمويل الشركات وتقديم المشورة**، ويرتبط هذا عادة **بالإصدارات الجديدة** من الأوراق المالية لجمع التمويل اللازم و**عمليات التملّك** والدمج والاستحواذ.
- **الأعمال المصرفية**، للحكومات والمؤسسات والشركات.
- **إدارة الخزانة** للعملاء من الشركات التي تتداول في العملات الأجنبية، مع توفير خدمات الهندسة المالية (بناء أدواتٍ مالية تساعد على التحكُّم بالمخاطر) لحمايتهم من تقلبات أسعار الفائدة و**أسعار الصرف**.
- **إدارة الاستثمار لكبار المستثمرين**، مثل صناديق التقاعد التابعة للشركات، والجمعيات الخيرية، وعملاء المؤسسات المصرفية الخاصة من ذوي الثروات الكبيرة (انظر القسم ١-٣). وقد تصل قيمة الأموال المدارة في الشركات الكبيرة إلى عدة مليارات من الدولارات.
- **تداول الأوراق المالية** في الأسهم والسندات والمشتقات المالية وتوفير خدمات الوساطة والتوزيع.

يوفر عدد قليل من المصارف الاستثمارية خدمات تشمل هذه المجالات جميعاً. وتميل معظم المصارِف الأخرى إلى التخصص إلى حد ما والتركيز على عدد قليل من خطوط الإنتاج. في حين قامت بعض المصارِف الاستثمارية بتنويع نطاق أنشطتها عن طريق تطوير الأعمال التجارية مثل التداول في مُمتلكات الشركة أو تقديم خدمة صناديق التحوط أو القيام باستثمارات في الملكية الخاصة، فإنّ قدرتها على عملِ ذلك أصبحت محددة أو مُقيدة بسبب قوانين تنظيمية مثل قانون دود-فرانك في الولايات المتحدة (قانون فولكر) الذي صدر في أعقاب الأزمة المالية العالمية في العامين ٢٠٠٧ و٢٠٠٨.

١-٢-٣ صناديق التقاعد

تتلقّى صناديق التقاعد مساهمات من الموظفين أو بالنيابة عنهم ومن ثم تقوم بتوفير دخلٍ للموظف عند التقاعد. وتقوم صناديق التقاعد باستثمارات كبيرة وطويلة الأجل في الأسهم والسندات والنقد. كما تستثمر بعضها في الأصول الملموسة مثل العقارات. ولما كانت هذه الصناديق تهدف إلى توفير معاش للمستثمرين فيها عند التقاعد، فعادة ما تكون المبالغ المالية المستثمرة فيها ضخمة للغاية.

١-٢-٤ مدراء صناديق الاستثمار

يقوم **مدير صندوق الاستثمار** (ويُعرف أيضاً باسم مدير الأصول أو مدير الاستثمار) بتشغيل محافظ الاستثمارات للآخرين. فيستثمر الأموال التي تحتفظ بها صناديق التقاعد وشركات التأمين والأفراد من ذوي الثروات الكبيرة (HNWIs) وغيرهم. يُعدّ بعض هؤلاء شركات مستقلة، والبعض الآخر عبارة عن أقسام تابعة لكيانات كبيرة مثل شركات التأمين أو المصارِف. يقوم مدراء صناديق الاستثمار بشراء الأسهم والسندات والأصول الأخرى وبيعها لتحقيق أهداف استثمارية محددة (على سبيل المثال، زيادة قيمة محافظ عملائهم أو توليد الدخل أو إدارة المخاطر).

يدير مدراء صناديق المحافظ الاستثمارية لمختلف أنواع العملاء بأحجام صناديق مختلفة تماماً. ولأسباب عملية، يمكن تقسيمهم إلى ثلاثة أنواع رئيسة تعكس السوق التي يعملون فيها على النحو الموضح في الجدول التالي:

مدراء الصناديق المؤسسية	• يتولى مدراء الصناديق المؤسسية العمل بالنيابة عن المؤسسات؛ كاستثمار الأموال المودعة في صناديق التقاعد للشركات أو صناديق شركات التأمين.
مدراء الصناديق المشتركة	• يختص هؤلاء المدراء بالعمل على الصناديق المشتركة المتاحة أمام العامة. وغالباً ما يكون الحدّ الأدنى للاشتراك في الصندوق منخفضاً نسبياً. • تختلف مسميات صناديق الاستثمار المشترك باختلاف البلدان، بما في ذلك **صناديق الوحدات المفتوحة** وصناديق الاستثمار المفتوحة (OEICs) في المملكة المتحدة، وشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغيّر (SICAV). والتسمية الأعم لصناديق الاستثمار المشترك هي صناديق الاستثمار الجماعي (CISs).
مدراء الصناديق على أساس تقديري	• يُطلق عليهم أحياناً تسمية مدراء صناديق لعملاء المصرفية الخاصّة أو المحافظ الاستثمارية الخاصة لإبراز أنهم يديرون المحافظ الفرديّة لعملاء المؤسسات المصرفية الخاصّة. قد تكون هذه محافظ مخصصة للعميل أو محافظ نموذجية.

من الواضح أن الصناديق المؤسسية توفر عادةً لمدراء صناديق الاستثمار مبالغَ مالية أكبر من تلك التي توفّرها صناديق الاستثمار الخاصة أو صناديق العملاء الأفراد، على الرغم من أن صناديق التقاعد المجمَّعة يمكن أن تنافس الصناديق المؤسسية من حيث حجم الاستثمار.

يحقق مدراء الصناديق الربح عن طريق فرض رسوم على إدارة محافظ أموال العملاء. وفي حين أن هذه الرسوم غالباً ما تستند إلى نسبة ضئيلة من الصندوق المُدار، فإن بعضها يفرض رسوماً ثابتة.

١-٢-٥ أمناء الحفظ

أمناء الحفظ هم مصارف تتخصص في خدمات الحفظ الأمين والخدمات المتعلقة بالأصول، حيث تعتني هذه المصارف بالأوراق المالية مثل الأسهم والسندات بالنيابة عن الآخرين مثل مدراء الصناديق وصناديق التقاعد وشركات التأمين.

وتتضمن الأنشطة التي تقوم بها هذه المصارف ما يلي:

- حفظ الأصول، مثل الأسهم والسندات، في مكان آمن.
- ترتيب تسوية عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها.
- الخدمات المتعلقة بالأصول - جمع الدخل الناتج عن الأوراق المالية، مثل السندات وأسهم **شركات الأصول**، ثم يدفع أمين الحفظ هذا الدخل إما إلى حملة هذه الأسهم والسندات من العملاء أنفسهم، أو إلى مؤسسة إدارة الثروات التي تحوّلها لاحقاً إلى حسابات العملاء. وتشمل الخدمات الأخرى معالجة الإجراءات المؤسسية.
- توفير المعلومات عن الشركات المستثمر بها و**جمعياتها العمومية السنوية (AGMs)** والجمعيات العمومية غير العادية (EGMs) لعُملائها.
- إدارة المعاملات النقدية.
- تنفيذ عمليات صرف العملات الأجنبية (الفوركس) عندما تقتضي الحاجة.
- تقديم تقارير دورية لعملائها عن أنشطتها كلها.
- تسوية حسابات الأصول المودعة لمطابقتها مع ما تتوقع الصناديق حيازته. ويُسمى هذا الدور أيضاً باسم دعم التداول.

كما قد يوفر أمناء الحفظ خدماتٍ أخرى لعملائهم، مثل قياس أداء المحافظ الاستثمارية ومضاعفة العائد على أي نقد فائض. ويحقق أمناء الحفظ أرباحاً، على غرار مدراء الصناديق، عن طريق فرض رسوم لقاء خدماتهم.

ويشترك أمناء الحفظ وكلّ من مدراء الصناديق والوسطاء في أن بعض أمناء الحفظ مصارف مستقلة والبعض الآخر عبارة عن أقسام في كيانات أكبر، مثل المصارِف الاستثمارية. ويمكن أن يعمل أمناء الحفظ إما محلياً أو إقليمياً أو عالمياً:

- فأمناء الحفظ الذين يعملون على المستوى العالمي، مثل بنك نيويورك ميلون (BNY) وستيت ستريت (State Street)، يوفرون خدمات الحفظ الأمين في معظم الأسواق إما عن طريق فتح فرع في السوق أو باستخدام وكيل محلي.
- ويوفر أمين الحفظ الإقليمي خدمات متخصصة عبر المنطقة، كما يفعل أمين الحفظ العالمي-بنك إتش إس بي سي لخدمات الأوراق المالية (HSBC Securities Services)، على سبيل المثال، في آسيا والشرق الأوسط.
- أما أمناء الحفظ الذين يعملون على المستوى المحلي فيركزون على خدمات الحفظ الأمين ضمن سوق أو بلد محدد، فيقدمون الخبرة والدعم بما يتناسب مع المتطلبات التنظيمية المحلية وممارسات السوق.

١-٣ إدارة الثروات

هدف التعلّم

١-١-٥ فهم أدوار إدارة الاستثمار والتخطيط المالي في قطاع إدارة الثروات: مدراء الاستثمار، المخططون الماليون، المصارف الخاصة والمنصات

يشير مصطلح إدارة الثروات إلى تقديم الخدمات المالية للعملاء، بما يتماشى مع أهدافهم المالية وقدرتهم على تحمّل المخاطر (فضلاً عن اعتبارات أخرى). وكما سبق ورأينا، فإنها تشمل تقديم المشورة المالية في ظل التوجه الحالي نحو إدماج خدمات المشورة المالية وإدارة الاستثمار. وعليه، يشهد القطاع المالي دمجاً لهذين القطاعين اللذين كانا منفصلين في السابق.

تقدم إدارة الثروات مجموعةً كبيرةً من الخدمات التي تمكّن الفرد من إدارة شؤونه المالية وموجوداته على نحو فعّال، ومن الأمثلة عليها:

- المنتجات المصرفية المخصصة
- إدارة الاستثمارات
- الإقراض المضمون بالمحافظ الاستثمارية للسماح لهم باستخدام الرفع المالي.
- المنتجات الاستثمارية في مجالات مثل الصرف الأجنبي (الفوركس) والاستثمارات المُنظمة والعقارات و**الاستثمارات البديلة**.
- الائتمان وإدارة الأملاك
- التخطيط الضريبي
- تخطيط التركات.

عادة ما تكون الخدمات مقسمة إلى فئات وفقاً للثروة.

وتتغير معايير التصنيف المطبقة لتحديد كل فئة من سوق إلى آخر على نحو واضح، لكن تعدّ التصنيفات الآتية مؤشراً عاماً على محفظة الأصول للأفراد الذين يشكّلون كل فئة:

- **الأفراد من ذوي الثروات المتوسطة** – لديهم أصول قابلة للاستثمار بأكثر من ١٠٠,٠٠٠ دولار أمريكي.
- **الأفراد من ذوي الثروات الكبيرة (HNWIs)** – لديهم أصول قابلة للاستثمار بأكثر من ١ مليون دولار أمريكي.
- **الأفراد من ذوي الثروات الكبيرة جداً (VHNWIs)** – لديهم أصول قابلة للاستثمار بأكثر من ٥ ملايين دولار أمريكي.
- **الأفراد من ذوي الثروات الضخمة (UHNWIS)** – لديهم أصول قابلة للاستثمار تزيد عن ٣٠ مليون دولار أمريكي.

لقد قدّر تقرير الثروات العالمية الأخير الذي نشرته مؤسّسة كاب جيميني (Cap Gemini) قيمة الأصول المُدارة لصالح الأفراد من ذوي صافي الأرصدة الكبيرة بما يتجاوز ٨٦,٨ تريليون دولار أمريكي[٣]. ومن المتوقع أن تصل ثروات هؤلاء إلى ١٠٠ تريليون دولار أمريكي بحلول عام ٢٠٢٥.

٣ كاب جيميني، ٢٠٢٤. سلسلة التقارير العالمية. جرى الاسترجاع: https://www.capgemini.com/wp-content/uploads/05/2024/WWR_2024_pd_web.pdf (جرى الوصول إليه: يونيو ٢٠٢٤).

١-٣-١ التخطيط المالي

يختلف دور مدير الثروات باختلاف قيمة أصول العميل والخدمات التي تقدمها الشركة التي يعملون لصالحها. تشمل المجالات التي قد يشارك فيها مدير الثروات نيابة عن العميل على سبيل المثال لا الحصر: التخطيط المالي، والتخطيط الضريبي، وإدارة الاستثمار، وحماية الأصول، وتخطيط التركات. ويأتي ذلك ضمن العديد من خدمات المشورة الأخرى التي يقدمها مدير الثروات. ويعني هذا النطاق العريض من الخدمات أن مدير الثروات قد يكون جهة التواصل الرئيسة للعميل ويتعاقد من الباطن مع متخصصين فيما يتعلّق بأنشطة أخرى.

تقدم إدارة الثروات خدمات مستمرة للعملاء تتضمن التخطيط المالي وتقديم الحلول المناسبة على حدّ سواء. يجري تناول التخطيط المالي بتفصيل أكبر في الفصل ٧، القسم ١-٣. وقد تتضمن الحلول التي جرى تطويرها من عملية التخطيط المالي اختيار الاستثمارات وإدارة الاستثمار ومنتجات الحماية والتخطيط العقاري وسيجري تناول كل منها في الفصول اللاحقة من هذا الكتاب.

١-٣-٢ موفرو إدارة الثروات

إدارة الثروات هي خدمة مالية تتناول احتياجات العميل في ما يتعلق بالاستثمار والضرائب والتأمين وتخطيط التركات.بالتالي، فإنها تتجاوز التخطيط المالي أو إدارة الاستثمار من خلال توفير رؤية شمولية لاحتياجات العميل ووضع الحلول لتلبية تلك الاحتياجات.

سيختلف نوع الخدمات المقدمة والحد الأدنى من الأموال اللازمة للخدمة ليس من بلد إلى آخر فحسب، بل من شركة إلى أخرى، وذلك حسب مجال التخصص. وهي خدمة تقدمها المصارف الخاصة ووسطاء البورصة والشركات التابعة للبنوك وبشكل متزايد شركات التخطيط المالي.

المستشارون الماليون

المستشار المالي هو من يمكنه أن يوفر خدمة التخطيط المالي التي قد تنظر في الوضع المالي للعميل بالكامل بما في ذلك وضع الميزانية والمدخرات والاستثمارات والرهون العقارية والتخطيط الضريبي. قد يقدّم البعض مشورة شاملة لكامل شؤون العميل، بينما يتخصص البعض الآخر في مجالات معينة. وعند تقديم المشورة المالية، قد تسدي شركة استشارية مالية مشورة مستقلة حيث تختار المنتجات والحلول من أفضل ما هو متاح في السوق أو قد تقتصر على منتجات أحد مزودي المنتجات أو عدد قليل منهم.

ولا يدير المستشار المالي عادةً المحافظ الاستثمارية للعملاء وبدلاً من ذلك يختار مدير صندوق أو سلسلة من الصناديق المشتركة لتلبية احتياجات عملائه. بيد أن المنافسة المتزايدة وضغوط التكلفة والحاجة إلى تحسين عروض الخدمات أدت جميعها إلى قيام الكثير من شركات الاستشارات المالية بتغيير نموذج أعمالها للعمل بشكل أشبه بمدير ثروة نموذجي وإدارة أصول العميل بأنفسهم أو استخدام منصة استثمار.

المصارف التجارية

غالباً ما تقدّم المصارف التجارية خدمات لإدارة الثروات مشابهة لما يقدمه المستشارون الماليون لعملاء السوق العام. وغالباً ما تغطي نطاق الخدمات ذاته، كما يمكن أن تقوم بدور المستشار المستقل أو تتقيّد بالمشورة التي تقدمها.

مدراء الثروات

يتوفر عدد من الشركات الأخرى التي تندرج ضمن وصف مدراء الثروات، مثل وسطاء البورصة ومدراء الأصول.

يشتري وسطاء البورصة الأوراق المالية ويقومون ببيعها في البورصة لعملائهم. وقد يحصر بعض شركات الوساطة في البورصة النشاط على هذا النوع فقط، غير أن كثيراً من الشركات في قطاع الخدمات المصرفية للأفراد تطورت على مرّ السنين لتدير محافظ الاستثمار للعملاء، لذلك فإنَّ الانتقال إلى إدارة وضع الثروة الإجمالية للعميل كان امتداداً طبيعياً.

يدير مديرو الأصول المحافظ نيابةً عن العملاء إما على أساس تفويضي أو استشاري. وفي حين يتخذ مدراء الأصول على أساس تفويضي قرارات الاستثمار نيابةً عن عملائهم من دون الحاجة إلى موافقة مسبقة على كل معاملة مالية، يقدّم المدراء الاستشاريون توصيات لكنهم يتركون القرار النهائي للعميل. ولقد نشط عديد منهم في هذا المجال لسنوات، مما يجعلهم مناسبين تماماً لإدارة الثروات والبنية التي تجري فيها. وغالباً ما يعمل هؤلاء كمدراء للثروات أو كمدراء لأصول شركات أخرى.

الخدمات المصرفية الخاصة

في حين يقوم كل من المستشارين الماليين والمصارف التجارية بتلبية احتياجات الأسواق المالية للأفراد، تركّز المصارف الخاصة على الطرف الأكثر ثراءً في السوق وتحصر خدماتها على الأثرياء أو بالغي الثراء.

ويوجه هذا النوع من الخدمة عادةً إلى الأفراد ذوي الثروات الضخمة على أساس فردي مصمَّم خصيصاً لهؤلاء الأفراد. وقد اقتصرت هذه الخدمة في الأصل على الخدمات المصرفية فقط، غير أنها أصبحت تشمل حالياً إدارة الثروات وتقديم المشورة المتعلقة بها. وتقدم المصارف الخاصة مجموعة كبيرة من الخدمات لعملائها، بما في ذلك إدارة الثروات وتخطيط التركات والتخطيط الضريبي والتأمين والإقراض والحدود الائتمانية. تستهدف هذه الخدمات عادةً شريحة العملاء الذين يمتلكون حدًا أدنى معيناً من النقد المتوفر للاستثمار، أو حدًا أدنى من صافي الثروة.

وتتوفر الخدمات المصرفية الخاصة لدى المصارف المحلية وتلك التي تعمل خارجاً (offshore) على حد سواء. وفي هذا الصدد، يقصَد بالخدمات المصرفية الخارجية (offshore banking) تقديم الخدمات المصرفية في منطقة خاضعة لتشريعات تختلف عن تشريعات البلد الأصلي للعميل، وعادةً ما تكون منطقة تتمتع بامتيازات ضريبية أفضل.

مكاتب العائلة

يعمل مكتب العائلة الواحدة كمستشار ومدير ثروة لعائلة واحدة من ذوات الثروات الضخمة. ويساعد المكتب متعدد العائلات عدداً من العائلات من خلال تقديم المشورة وخدمات إدارة الثروات - هذا النوع من مكاتب العائلة أصبح شعبياً في الأعوام الأخيرة، لأنه يسمح بتقاسم تكاليف الاستثمار ومصروفات المشورة.

تقدّم مكاتب العائلة مجموعة من الخدمات التي تتجاوز تقديم المشورة وإدارة الاستثمارات، لتشمل الاستشارات الخيرية وتخطيط التركات والخدمات الضريبية والتأمين والإدارة المنزلية، وترتيبات المدارس الخاصة. وغالباً ما يقدم أيضاً خدمات للشركات المملوكة للعائلات، ويسدي مشورة بشأن قضايا مثل الحوكمة وإدارة الأعمال. ويقدم عدد كبير من الشركات الكبرى التي تُعنى بإدارة الثروات خدمات مصممة خصيصاً لمكاتب العائلة الدولية ومكاتب الاستثمار الخاصة.

مكاتب الاستثمار الخاصة

تُعد مكاتب الاستثمار الخاصة شركات مستقلة، ويتم تنظيمها عادةً كشراكة، حيث يستثمر الشركاء أموالهم جنباً إلى جنب مع العملاء. وعلى غرار المكاتب متعددة العائلات، فإنها تميل إلى التركيز على الطرف الأعلى من مقياس الثروة. ومع ذلك، وكما يوحي اسمها، فهي تتناول فقط الشؤون الاستثمارية للعملاء. كما توفر **توزيع الأصول** وخدمات إدارة الاستثمار المصممة حسب طلب العميل التي يمكن توليها داخلياً أو بواسطة مستشارين خارجيين.

يدير مكتب الاستثمار الخاص المخاطر ويبذل العناية الواجبة ويستخدم التدابير اللازمة لمنع الاحتيال (على سبيل المثال، بتنفيذ تدابير أمنية فعّالة)، كل ذلك مع الحفاظ على الإشراف على توزيع الأصول بهدف تحقيق نتائج استثمارية طويلة الأجل للعائلات وأفرادها. وتسعى هذه المكاتب إلى البقاء مستقلة لأنها تبحث عن أفضل الحلول للعملاء.

٣-٣-١ إدارة المحفظة

يقدم عدد كبير من الشركات خدمات إدارة الثروات للعملاء، وتتخصّص كل منها في فئات مختلفة من السوق. تتولى عادةً كل شركة إدارة المحفظة المالية (وتُسمى أيضاً إدارة الاستثمار). يُشار إلى أن إدارة المحفظة هي إدارة محفظة استثمارية لصالح العملاء الأفراد أو المؤسسات مع التركيز بشكل رئيس على تحقيق الأهداف الاستثمارية. ويمكن أن تتمّ إدارة المحفظة المالية على النحو التالي:

- **على أساس تقديري** - حيث يتّخذ مدير المحفظة قرارات الاستثمار ضمن معايير متفق عليها مع العميل. وهذا يعني أن مدير المحفظة يُمكنه أن يتعامل مع المحفظة وأن يديرها نيابةً عن العميل من دون الرجوع إلى العميل مسبقاً. وقد يرغب عملاء في أن يستخدموا خدمة من هذا النوع إذا كانوا منشغلين للغاية أو لا يمتلكون الخبرة الكفاية لتولي استثماراتهم، ويفضلون أن يستفيدوا من الخبرة الاستثمارية لشركة تقدّم هذه الخدمات.
- **على أساس غير تقديري أو استشاري** - يوصي مدير المحفظة (ربما عبر مدير العلاقات مع العملاء) بإستراتيجية استثمار مستمرة ومتغيّرة، ولكن يتعين على العميل في النهاية أن يتخذ جميع القرارات بشأنها، فالعميل في الأساس هو المعني بإدارة الاستثمار، ولا يعتمد على شركة إدارة الاستثمار إلا للحصول على المشورة الاستثمارية، والتنفيذ، والتسوية. والعميل غير ملزم باتباع المشورة التي تقدّمها الشركة، على الرغم من أنه يدفع رسوماً للحصول عليها. وهناك نوعان من الخدمة الاستشارية:

  - التعامل مع المشورة - تقدّم الشركة المشورة بشأن المعاملات المالية الفردية، غير أنَّها لا تتحمّل مسؤولية الحساب الإجمالي أو المحفظة المالية للعميل.

- الإدارة الاستشارية للمحفظة - تعمل الشركة كمديرة لاستثمار العميل وتأخذ على عاتقها المسؤولية بشكل مستمر لتقديم المشورة بشأن تكوين الحساب أو المحفظة المالية. وهذا النوع يشبه الإدارة على أساس تقديري شبهاً كبيراً.
- **على أساس تنفيذي فحسب** - حيث لا تُقدّم أيّ مشورة للعميل وتقوم الشركة بتنفيذ المعاملة المالية فحسب. وفي مثل هذه الحالات، تُنفذ المعاملة بناءً على تعليمات العميل ولا يجري تقديم أيّ مشورة بشأن مدى ملاءمة مسار العمل أو المنتج. ويوفّر المستثمر الذي يعرف ما يريد وكيف يحصل على أفضل الشروط الخدمة الأرخص.

في حالتي إدارة المحفظة المالية على أساس تقديري وعلى أساس استشاري، يكون لدى مدير المحفظة عادةً خيار الاستثمار مباشرةً في فئات الأصول المتنوّعة و/أو عبر صناديق الاستثمار الجماعي بشكل غير مباشر. للإيضاح، إليكم هذا التفسير المبسط: تتضمن خدمة إدارة الثروات فهم متطلبات العميل ومعلومات تقصّي الحقائق، ومعرفة درجة تحمُّل العميل للمخاطر والعوائد المتوقعة لتحقيق أهداف معينة أو تلبية التزامات أو فعاليات مستقبلية معيّنة مع مراعاة الجدول الزمني/ الآفاق المتاحة للاستثمار.

١-٣-٤ المنصات

المنصات عبارة عن خدمات عبر الإنترنت يستخدمها الوسطاء، مثل **المستشارين الماليين المستقلّين**، لعرض وإدارة محافظ العملاء الاستثمارية. توفر تلك المنصات مجموعة من الأدوات التي تسمح للمستشارين فحص كامل محفظة العملاء وتحليلها واختيار الخدمات اللازمة لهم. بالإضافة إلى توفير تسهيلات الاستثمارات المرجو شراؤها وبيعها، تتولّى المنصات عموماً الحفظ الأمين لأصول العملاء.

تُمكّن المنصات المستشارين من إلقاء نظرة شاملة على الأصول التي يمتلكها العميل في مجموعة متنوعة من الحسابات. ويستفيد المستشارون أيضاً من استخدام هذه الحسابات لتبسيط بعض الأساليب الآلية في العمليات الإدارية وتطبيقها عبر تقنية الإنترنت.

ويوفّر مقدمو المنصات خدماتهم مباشرة للمستثمرين، وتكسب المنصات دخلها من خلال فرض رسوم على هذه الخدمات. وتكمن مزايا المنصات بالنسبة إلى مجموعات إدارة الصناديق في قدرة المنصة على توزيع منتجاتها على المستشارين الماليين.

١-٣-٥ إدارة الثروات والتكنولوجيا

تمر إدارة الثروات بفترة طويلة من التحول الكبير. فاحتياجات العملاء المتغيّرة واللوائح الأكثر صرامة والتقدّم التكنولوجيّ تواصل تغيير السوق بوتيرة سريعة. كما أصبحت التكنولوجيا جزء لا يتجزأ في كل ما نقوم به من أعمال، الأمر الذي غيّر كيف نعيش ونعمل ونرى العالم. وقد أدى التقدم في التكنولوجيا إلى تغيير جذري في كيفية استخدامنا للإنترنت والتواصل، إلى جانب تعطيل الصناعات التقليدية.

تزعزع التقنية المالية (Fintech) قطاع إدارة الثروات التقليدي وتتطلب تطوير خدمات ومنصات ثروة رقمية. عبر أجيال عديدة، أصبح الأشخاص بارعين في المجال الرقمي ويريدون الوصول المستمر إلى الأدوات والخدمات المتطورة، وعملاء شركات إدارة الثروات ليسوا مختلفين في ذلك. وفي ما يلي، نلقي نظرة على بعض التطورات التي تؤثر على قطاع إدارة الثروات.

الاتصالات

اليوم، نتواصل عبر أحدث التطبيقات حول العالم أو نشتري عبر الإنترنت بناءً على توصيات الذكاء الاصطناعي (AI) لمقدمي الخدمات الرقمية.

يتوقع عملاء إدارة الثروات في الوقت الراهن قدرات شاملة تتسم بها البنية التحتية الرقمية على نحو مشابه لما يقدّمه قطاع البيع بالتجزئة. وستعود هذه التطورات بفوائد كثيرة بالنسبة إلى الشركات التي ترغب في تبنّيها: تعزيز الكفاءة التشغيلية، ومشاركة أعمق للعملاء، وميزة تنافسية كبيرة في قطاع يتخذ شكلاً رقمياً على نحوٍ متزايد.

لكن هذه الفرص تترافق مع تحدّيات، لا سيّما في مجال الأمن السيبراني والامتثال التنظيمي. إذ يتطلّب تهديد الهجمات السيبرانية الدائم اتخاذ تدابير أمنية فعّالة لحماية البيانات المالية الحساسة وتعزيز ثقة العملاء؛ وهذا مجال تركّز فيه الهيئات التنظيمية في شتى أنحاء العالم على اللوائح التنظيمية وتشدّدها لضمان سلامة النظم المالية وأمنها.

حلول عبر الإنترنت

أدى ظهور الإدارة الرقمية للثروات إلى نقل العملاء خبراتهم في إدارة الثروات إلى الإنترنت، مما تسبب في إنشاء نقاط اتصال متعددة تحتاج إلى أن تترابط بانسيابية. ونتج عن جائحة فيروس كورونا (كوفيد19-) تسارع هذا الاتجاه.

يظل الاتصال الشخصي والاتساق أمرين بالغي الأهمية أيضاً، حيث لا يألف سوى قلة قليلة من العملاء التعامل مع نموذج تفاعل رقميّ بالكامل. ويستدعي هذا تحسين الاتصال بين العميل ومستشاره عبر جميع نقاط الاتصال. بالإضافة إلى ذلك، مع انتقال التفاعل بين العملاء ومدراء الثروات من المحادثات الصوتية إلى الاتصالات القائمة على المراسلة، سيتطلب الأمر مستوى غير متوقع من الامتثال لمراقبة جميع التفاعلات بين المستشارين والعملاء.

المشورة الآلية (Robo-Advice)

المشورة الآلية عبارة عن تطبيق التكنولوجيا على عملية تقديم المشورة المالية، ولكن من دون إشراك مستشار مالي بشري. يمكن للمستشارين الآليين إسداء المشورة بشأن إدارة الثروات باستخدام الخوارزميات، كما يتسنى لبعض المستشارين الآليين إجراء المعاملات المالية بالنيابة عن العميل. ويقوم المستثمر المحتمل بإدخال البيانات والمعلومات المالية عن نفسه، ثم يستخدم نظام الخوارزمية لتسجيل المعلومات وتحديد الاستثمارات التي يجب اختيارها. ويقدم النظام بعد ذلك إستراتيجية استثمار عادة ما تركز بشكل سلبي حول صناديق المؤشرات أو صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة (ETFs)، وتتيح سهولة التنفيذ.

قد يكون المستشارون الآليون مناسبين لمجموعة من المستثمرين؛ بدايةً من المبتدئين الذين لا يملكون المعرفة المالية ليتخذوا قرارات مالية متبصرة؛ وصولاً إلى المحترفين الذين قد لا يكون لديهم الوقت لإدارة محفظتهم المالية بشكل نشط. كما قد يُعدّ المستشارين الآليين حلاً بالنسبة إلى المستثمرين ذوي الإستراتيجيات البسيطة، أو أولئك الذين لا يرغبون في تعيين مستشار مالي، لكن في الوقت نفسه ليست لديهم رغبة في اختيار استثماراتهم. ومن جهة أخرى، ربما لا تكون حلول الإدارة الآلية للمحافظ المالية الخيار الأفضل بالنسبة إلى المستثمرين الذين يفضلون المساعدة البشرية أو يحتاجون إلى نهج أكثر تخصيصاً، وكذلك من لديهم حسابات استثمار متعددة.

تجدر الإشارة إلى أنه لا بد من تسجيل المستشارين الآليين لدى السلطات التنظيمية المالية المختصة وخضوعهم إلى القواعد واللوائح نفسها التي يخضع إليها المستشارون البشريون. وتضمن متطلبات الامتثال تلبية المعايير اللازمة لتقديم المشورة المالية وإدارة الاستثمارات.

أسئلة نهاية الفصل

فكّر في إجابة عن كل سؤال من الأسئلة الآتية ثم عدْ إلى القسم المُناسب للتأكد من صحّة جوابك.

١. **ما الدور الذي تؤدّيه سلسلة الاستِثمار؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-١

٢. **ما الفرق بين المصرف التقليدي ومؤسسة الادخار المملوكة ملكية مشتركة؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٢-١

٣. **من هم العملاء المعتادون للمصرف الاستثماري؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٢-٢

٤. **أيٌّ من الجهات التي تشتغل في الأسواق المالية مسؤول عن حفظ الأصول؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٢-٥

٥. **ما وجه الاختلاف بين إدارة الاستثمار على أساس تقديري وإدارة الاستثمار على أساس غير تقديري؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٣-٣

٦. **ما هي المنصة؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٣-٤

الفصل الثاني

اللوائح التنظيمية للقطاع المالي

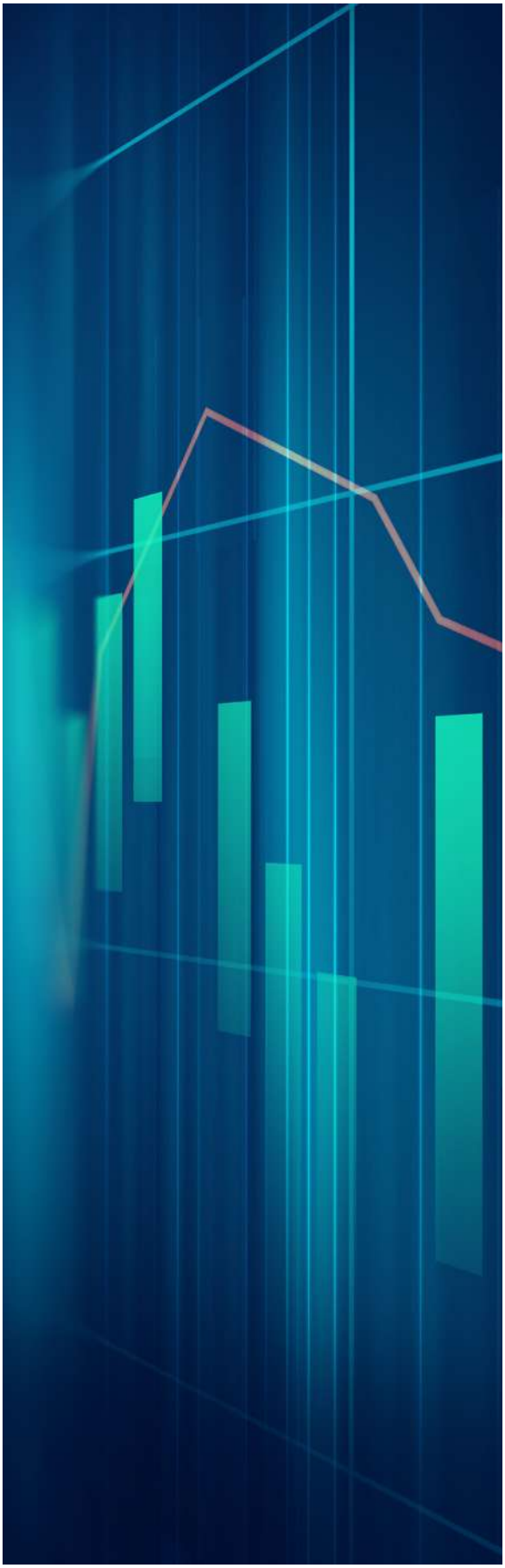
١. اللوائح التنظيمية لقطاع الخدمات المالية ١٩

٢. الجرائم الماليّة ٢٥

٣. المعايير الأخلاقيّة ٣٣

يتضمن هذا الفصل قرابة ٥ أسئلة من أصل ١٠٠ سؤال من أسئلة الاختبار

١- اللوائح التنظيمية لقطاع الخدمات المالية



هدف التعلّم

١-١-٢ معرفة أهداف ومزايا التنظيم الرقابي؛ والاختلافات الرئيسة بين النهج القائم على القواعد والنهج القائم على المبادئ في تنظيم القطاع المالي؛ ودور الهيئات التنظيمية الدولية الرئيسة؛ وآليات تطبيق اللوائح التنظيمية على المستوى الوطني؛ وأهمية المعايير الأخلاقية

في ظلّ تنامي عولمة الأسواق المالية، تطالب الحكومات والشركات الاستثمارية بمنهجيّة مشتركة للقوانين التنظيمية في مختلف دول العالم، الأمر الذي حثّ على تعاونٍ كبير بين الهيئات التنظيمية لقطاع الخدمات المالية في مختلف أنحاء العالم إلى جانب تبنّي معايير مشتركة على نحو متزايدٍ، ولعلّ أفضل الأمثلة على ذلك **قوانين مكافحة غسل الأموال (ML)**.

سنبدأ بالنظر في الغرض من اللوائح التنظيمية ومزاياها، وأنواع النماذج التي تصادف في القطاع، بالإضافة إلى النظر في دور الهيئات التنظيمية الدولية.

١-١ الغرض من اللوائح التنظيمية ومزاياها

تُعَدّ الأسواق المالية الفعّالة جزءاً ضرورياً من الاقتصاديات المتقدمة والنامية. فهي تعزّز التنمية الاقتصادية وتساعد في تكوين الثروة. نتيجة لذلك، تُعتبَر الثقة في هذه الأسواق ضرورية؛ ويمكن أن يؤثّر فقدان الثقة والأمانة سلباً على العملاء والاقتصاد.

نظراً إلى احتمال تكبّد الخسائر النقدية في العديد من المعاملات المالية، تتطلب الأسواق المالية قواعد ومدونات سلوك لحماية المستثمرين وعامة الناس. وعليه، تكمن إحدى الخصائص الرئيسة للأسواق المالية في وجود مجموعة من المعايير والقواعد ومدونات السلوك التي تهدف إلى تحديد معايير السلوك المقبول والمطلوب من الأفراد والشركات الخاضعة للتنظيم.

عادةً ما يتم تحقيق أهداف تنظيم القطاع المالي من خلال مجموعة من القوانين واللوائح التنظيمية. وتعد اللوائح التنظيمية بمثابة مجموعة من القواعد والمعايير التي تغطي بشكل عامّ مسائل مثل الالتزام بمعايير سلوك السوق المناسبة، وإدارة تضارب المصالح، والمعاملة العادلة للعملاء، وضمان تقديم المشورة الملائمة للعملاء.

أهداف اللوائح التنظيمية ومزاياها

يمكن تلخيص أهداف اللوائح التنظيمية للقطاع المالي ومزاياها على النحو التالي:

- تعزيز الثقة في الأسواق والأنظمة والمنتجات المالية.
- توفير كافة العناصر اللازمة لتشجيع التنمية الاقتصادية وتكوين الثروة.
- الحدّ من مخاطر إخفاقات السوق والأنظمة بما في ذلك عواقبها الاقتصادية.
- تعزيز حماية المستهلكين من خلال منحهم الطمأنينة اللازمة للادخار والاستثمار.

الحدّ من **الجريمة المالية** من خلال ضمان عدم استغلال الأنظمة المالية بسهولة.

٢-١ نماذج اللوائح التنظيمية

في بادئ الأمر، كانت الأسواق المالية تعمل باستخدام التنظيم الذاتي، لكن مع مرور الوقت تطورت نماذج مختلفة من التنظيم الذاتي. والنوعان الرئيسان هما النهج القائم على القواعد والنهج القائم على المبادئ، وسط تولّي الهيئات ذاتية التنظيم (SROs) دوراً في النهجَين.

نماذج اللوائح التنظيمية	
النموذج القائم على القواعد	• يتضمن هذا النهج درجة عالية من الإجراءات التوجيهيّة بما في ذلك قواعد مفصَّلة للغاية تنص على ما يتعيّن على الشركات والأفراد الموجودين ضمنها القيام به لضمان التزامهم بها. • يتطلّب النهج القائم على القواعد الالتزام الصارم بقواعد دقيقة مع إتاحة فرصة محدودة للتفسير والتأويل. • يؤمّن اليقين التنظيميّ، لكنه عادةً ما يكون غير مرن وقد يكون مجرد عملية آلية بحتة. • يمثل الحفاظ على نموذج شامل قائم على القواعد تحدياً للهيئات التنظيمية، لا سيما في الأسواق المتطورة وسريعة التغيّر.
النموذج القائم على المبادئ	• في هذا النهج، ينصبّ التركيز على المبادئ وبالتالي على أنواع السلوك والمحصّلات، بدلاً من مجرد اتباع القواعد. • يعترف النهج القائم على المبادئ بأن الشركات والأفراد يختلفون بعضهم عن بعض ويتَّبعون نهجاً مختلفة – عن طريق تطبيق المبادئ، بدلًا من الإصرار على اتِّباع قواعد صارمة وجامدة، إذ تتيح الجهة التنظيمية للشركات إمكانية اختيار نموذج التشغيل الذي يناسبها. • هذا يعني أن الشركات ليست ملزمةً باتِّباع القواعد الصارمة بخنوع؛ ويمكنها أن تقرر كيف تريد أن تلتزم بمبدأ ما - طالما تستطيع أن تبرر النهج الذي تتبعه (وطالما يتوافق مع المبدأ)، فهناك مجال لنهج مختلفة ويُمكن أن يعمل التنظيم القائم على المبادئ بشكل جيد. • يتمثل التحدي الذي تواجهه الجهات التنظيمية في ضمان قيام الشركات بتطبيق تفسيرات متسقة في عملية تنفيذها للمبادئ، والتحدي الذي تواجهه الشركات يتمثّل في ضمان أن يكون نهجها متسقاً مع الإطار وأن يحقق أهداف المبادئ.

نماذج اللوائح التنظيمية	
الهيئات ذاتية التنظيم (SROs)	• تؤدي الهيئات ذاتية التنظيم دوراً رئيساً في التنظيم الفعال على النحو المعترف به من قِبَل المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (الآيسكو): "يمكن أن تمثل الهيئات ذاتية التنظيم (Self-Regulatory Organisations SROs) مكوّناً مهماً بالنسبة إلى الجهة التنظيمية في تحقيق الهدف من اللوائح التنظيمية للأوراق المالية". • توجد مختلف أشكال التنظيم الذاتي للأسواق المالية على غرار المنظّمات التجارية ذاتية التنظيم وأطر التبادلات التجارية ذاتية التنظيم والهيئات المهنية. • في قطاع الخدمات المالية، يُعد التنظيم الذاتي عادةً بمثابة تحقيقٍ للمصالح الخاصة ولكن بإشراف الحكومة، وهو ما يُعرف بتنظيم البيئة المعقّدة والديناميكية بفعاليةٍ وكفاءة. • من أبرز الأمثلة على الهيئات ذاتية التنظيم هيئة تنظيم الصناعة المالية (FINRA) في الولايات المتحدة، وهي هيئة صناعية تنظّم الشركات المالية نفسها ذاتياً من خلالها. • في بعض دول العالم (مثل المملكة المتحدة)، تتولى وظائف الهيئات ذاتية التنظيم الحكومة أو هيئة تابعة للحكومة.

نظراً إلى تنامي كلّ من الطابع العالمي للأسواق المالية والاعتماد المتبادل، فقد حوّل القطاع المالي اعتماده على منهجيّة التنظيم الذاتي وحدها متّبعاً النهج القانوني، ما سهَّل التعاون الدولي وعمليّة تطوير المعايير المحسّنة والمشتركة.

١-٣ الهيئات التنظيمية الدولية

مع تنامي الطابع الدّولي لقطاع الخدمات المالية، يجري تطبيق العديد من اللوائح والقوانين خارج الحدود الوطنية، ويزداد التعاون بين الهيئات التنظيمية الدولية ونظيراتها المحلية.

في هذا القسم، سنطّلع على دور بعض الهيئات الدولية الرئيسة.

١-٣-١ بنك التسويات الدولية (BIS)

يقع مقر بنك التسويات الدولية (Bank for International Settlements BIS) في سويسرا ويملكه ٦٠ **مصرفاً مركزياً** من شتى أنحاء العالم. ويُعد بمثابة "البنك المركزي" للبنوك المركزية ولا يستقبل الودائع من الأفراد أو المؤسسات ولا يقدم لهم الخدمات المالية.

ويتمثل دوره في تلبية احتياجات البنوك المركزية في سعيها لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي وتعزيز التعاون الدولي في تلك المجالات. ربما أكثر ما يشتهر به هو "اتفاقيات بازل" التي حدّدت معايير كفاية رأس المال للبنوك في جميع أنحاء العالم.

يعزز بنك التسويات الدولية التعاون الدولي بين السلطات النقدية ومسؤولي الرقابة المالية من خلال برامج اجتماعاته وعملية بازل (Basel Process). تتضمّن عملية بازل لجاناً تتولّى دوراً رئيساً في المساعدة على تعزيز استقرار النظام المالي العالمي ومرونته. وهي تشمل الآتي:

- **لجنة بازل للرقابة المصرفية (Basel Committee on Banking Supervision BCBS)**: تضع المعايير التنظيمية العالمية للبنوك وتسعى إلى تشديد الرقابة التحوّطية على مستوى الاقتصاد الجزئي والكلي على المؤسسات المالية.
- **لجنة النظام المالي العالمي (Committee on the Global Financial System CGFS)**: تراقب وتحلل القضايا المتعلقة بالأسواق والأنظمة المالية.
- **لجنة المدفوعات والبنية التحتية للسوق (Committee on Payments and Market Infrastructures CPMI)**: تحدّد وتعزّز المعايير التنظيمية/ معايير الإشراف والرقابة العالمية التي تحكم عمليات الدفع والمقاصة والتسوية وغيرها من البنى الأساسية للأسواق، وترصد وتحلل التطورات في هذه المجالات.

ينتج عن عملية بازل إرشادات متفق عليها دولياً. ويُعَدّ الاتفاق الدولي شرطاً مسبقاً للحصول على معايير متسقة عالمياً تصيغها لجان وضع المعايير، لكنّها لا تحلّ محل التشريعات الوطنية. وكي تصبح مُلزمة، يجب الموافقة على الاتفاقات التي تم التوصل إليها في اتّفاقية بازل وتنفيذها على المستوى الوطني، بعد مراعاة الإجراءات التنظيمية والتشريعية على النحو الواجب في كل ولاية قضائية.

١-٣-٢ مجلس الاستقرار المالي (FSB)

يُعدّ مجلس الاستقرار المالي (FSB) هيئة دولية مفوّضة من حكومات عدة لمراقبة النظام المالي العالمي وتقديم توصيات بخصوصه. وهو يدعم وضع المعايير الاقتصادية والمالية والإحصائية المقبولة دولياً وتنفيذها، والتي يمكن أن تساعد على تقوية النظم المالية المحلية السليمة وتعزيز الاستقرار المالي الدولي. والجدير بالذكر أن أحد أهدافه هو تقييم مواطن الضعف التي تؤثر في النظام المالي العالمي والإجراءات اللازمة لمعالجة تلك المخاطر.

ولا تعد قراراته ملزمة قانوناً لأعضائه- إذ تعمل المنظمة، بدلاً من ذلك، عن طريق الإقناع بالحجج الأخلاقية وضغوط النظراء، من أجل وضع السياسات المتفق عليها دولياً والحد الأدنى من المعايير التي يلتزم أعضاؤه بتنفيذها على المستوى الوطني.

١-٣-٣ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)

المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (الآيسكو) هي جمعية دولية تضمّ الجهات التنظيمية للأوراق المالية تأسست عام ١٩٨٣. ولديها ٣٨ مبدأ لتنظيم الأروراق المالية (مدعومة من مجموعة العشرين ومجلس الاستقرار المالي (FSB))، وتُجمّع في عشر فئات على النحو التالي:

١. مبادئ مرتبطة بالهيئات التنظيمية
٢. التنظيم الذاتي
٣. تطبيق اللوائح التنظيمية المتعلّقة بالأوراق المالية
٤. التعاون في مجال التنظيم
٥. جهات الإصدار
٦. المدقّقون، ووكالات التصنيف الائتماني وغيرهم من مزوّدي المعلومات
٧. برامج الاستثمار المشترك
٨. وسطاء السوق
٩. **السوق الثانوية**
١٠. المقاصة والتسوية

ليس للمبادئ الثمانية والثلاثين أي قوة قانونية في حد ذاتها، لكنها بحاجة لأن تُنفذ عملياً بموجب الإطار القانوني المناسب في الدول الأعضاء. وتقوم هذه المبادئ على الأهداف الثلاثة لتنظيم الأوراق المالية:

١. حماية المستثمرين.
٢. ضمان عمل الأسواق بشكل عادل وفعّال وشفاف.
٣. الحدّ من المخاطر الشاملة.

من خلال منتدى الآيسكو الدولي، تتعاون الهيئات الرقابية التنظيمية لأسواق الأوراق المالية في وضع المعايير وإرسائها بالإضافة إلى الرقابة على التعاملات الدولية. حيث تَستخدم هياكلَ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية للقيام بما يأتي:

- التعاون لتعزيز المعايير الرفيعة في تنظيم الأوراق المالية وتحديد مستوى للامتثال
- تبادل المعلومات لتعزيز تطوير الأسواق
- توحيد جهودها في سبيل إرساء المعايير السلوكية والمراقبة الفاعلة للمعاملات في الأوراق المالية الدولية
- تقديم المساعدة المتبادلة لتعزيز النزاهة في الأسواق عبر التطبيق الصارم للمعايير والإنفاذ الفاعل للقوانين ضد المخالفين.

١-٤ الهيئات التنظيمية الوطنية

تتحمل الحكومات مسؤولية تحديد دور الهيئات التنظيمية، وبهذا تتحقّق من اتّباع أفضل الممارسات الدولية من خلال اعتماد أهداف ومبادئ الآيسكو وبالتعاون مع الهيئات التنظيمية والرقابية الدولية الأخرى.

وننظر تالياً في كيفية ترجمة ذلك إلى هيكل تنظيمي في مجموعة مختارة من البلدان. وفي كل بلد، غالباً ما يتوفر أكثر من هيئة تنظيمية واحدة، لذلك سنركز على تلك التي تؤثر تأثيراً مباشراً على أسواق الأوراق المالية وتوفير خدمات إدارة الثروة.

الهيئات التنظيمية الوطنية	
الولايات المتحدة	• بالنظر إلى حجم النظام المالي الأمريكي ونضجه، فمن غير المستغرب أن تتوزع المسؤولية عن التنظيم المالي بين عددٍ من الهيئات التنظيمية. ومن أشهر الهيئات نظام الاحتياطي الفيدرالي وهيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC). • يلعب نظام الاحتياطي الفيدرالي، المعروف باسم (Fed)، دوراً محورياً في النظام المالي للولايات المتحدة. وهو بمنزلة البنك المركزي للبلاد، ويتولى إدارة **السياسة النقدية**، والإشراف على البنوك وتنظيمها، والحفاظ على استقرار النظام المالي. ولإجراءاته (مثل تحديد أسعار الفائدة وتنظيم عرض النقود) تأثيرات عميقة في الاقتصاد والأسواق المالية، مما يجعله من اللاعبين الرئيسين في تشكيل المشهد الاقتصادي للبلاد. • هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية عبارة عن وكالة حكومية مستقلة مكلفة بالإشراف على أسواق الأوراق المالية الأمريكية وإنفاذ قانون الأوراق المالية ومراقبة أسواق البورصة. تشرف هيئة الأوراق المالية والبورصات على المشاركين الرئيسين في عالم الأوراق المالية، بما في ذلك بورصات الأوراق المالية ووسطاء وتجار الأوراق المالية ومستشارو الاستثمار وصناديق الاستثمار المشترك. • هيئة تنظيم الصناعة المالية (FINRA) هي منظمة ذاتية التنظيم للقطاع تنظّم الشركات المالية نفسها ذاتياً من خلالها.
الاتحاد الأوروبي	• من السمات الرئيسة للاتحاد الأوروبي سوقه الموحدة في الخدمات المالية. ويتضمن التشريع الأوروبي توجيهًا يصدره المجلس الأوروبي والبرلمان الأوروبي، ليتحول بعد ذلك إلى قواعد مفصلة قبل تنفيذه على الصعيد الوطني في كل دولة من دول الاتحاد الأوروبي. • تشرف على تنظيم الخدمات المالية في جميع أنحاء أوروبا ثلاث هيئات رقابية- الهيئة المصرفية الأوروبية (EBA)، والهيئة الأوروبية للأوراق المالية والأسواق (ESMA) والهيئة الأوروبية للتأمين والمعاشات المهنية (EIOPA). • ترمي الهيئة الأوروبية للأوراق المالية والأسواق التي تتعامل مع تنظيم الأوراق المالية والأسواق إلى تحقيق ثلاثة أهداف - حماية المستثمر، والأسواق المنظّمة والاستقرار المالي. ويتمثل أحد أدوارها الرئيسة في تطوير المعايير الفنية التي يستخدمها المنظمون الوطنيون في دول الاتحاد الأوروبي لتنفيذ توجيهات الاتحاد الأوروبي. كما تصدر إرشادات مثل اشتراط حصول موظفي الخدمات المالية على مؤهلات مناسبة معينة ليكونوا قادرين على أداء دورهم. • تركّز الهيئة المصرفية الأوروبية (EBA) على ضمان التنظيم والإشراف الفعالين على الأنشطة المصرفية في الاتحاد الأوروبي، بالإضافة إلى تعزيز استقرار القطاع المصرفي ونزاهته. بينما تتولى الهيئة الأوروبية للتأمين والمعاشات المهنية مسؤولية تنظيم قطاعات التأمين والمعاشات التقاعدية والإشراف عليها في جميع أنحاء الاتحاد الأوروبي، مما يضمن حماية المستهلك والاستقرار المالي في هذه القطاعات.
الصين	• أنشأت الصين لجنة الاستقرار المالي والتنمية (FSDC) في عام ٢٠١٧ كهيئة تنظيمية مالية ضخمة. ويتمثل دورها في تنسيق الاستراتيجية الشاملة للقطاع المالي والإشراف على **السياسة النقدية** والتنظيم المالي للصين. كما تنسق أنشطة بنك الشعب الصيني (الذي يُسمى PBC وكذلك PBOC أو PBoC) واللجنة الصينية للتنظيم المصرفي والتأميني (CBIRC). • على غرار البنك المركزي الصيني، فإن بنك الشعب الصيني مسؤول عن تنفيذ السياسة النقدية وسياسة أسعار الصرف. كما تشرف اللجنة الصينية للتنظيم المصرفي والتأميني على إنشاء الأنشطة التجارية المستمرة للأعمال المصرفية والتأمين.

الشرق الأوسط	• يضم الشرق الأوسط بلداناً عديدة، تملك كل منها هيئة تنظيمية مختلفة. • ينقسم تنظيم الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية بين هيئتين تنظيميتين. يشرف البنك المركزي السعودي (SAMA) على القطاع المصرفي وشركات التأمين وتجار الصرافة. ويتمثل دور هيئة السوق المالية (CMA) في تنظيم سوق رأس المال وتطويره. • تتمتع الإمارات العربية المتّحدة وقطر بقطاعات خدمات مالية متنامية وعدد من الهيئات التنظيمية الماليّة، لا سيّما في المناطق الحرة المالية، مثل الهيئات التنظيمية المالية لمركز دبي المالي العالمي (DIFC) وسوق أبوظبي العالمي (ADGM). وسعت الهيئات التنظيمية في هذه المناطق الحرة إلى اعتماد أفضل الممارسات التي تتبعها هيئات تنظيمية أخرى مثل الاتحاد الأوروبي والمملكة المتّحدة وأستراليا.
المملكة المتحدة	• يوجد منظمتان رئيستان في المملكة المتحدة وهما هيئة التنظيم الحصيفة (PRA) وهيئة مراقبة السلوك المالي (FCA). • تعد هيئة التنظيم الحصيفة جزءاً من **بنك إنجلترا (BoE)**، البنك المركزي البريطاني، وهي مسؤولة عن السلامة المالية للمؤسسات التي تقبل الودائع وشركات التأمين وشركات الاستثمار المهمة. • أمّا هيئة مراقبة السلوك المالي فهي المسؤولة عن سلوك جميع الشركات والتنظيم التحوطي للشركات التي لا تخضع لإشراف هيئة التنظيم الحصيفة. وتركز هيئة مراقبة السلوك المالي على التنظيم اليومي لجميع الشركات في الأسواق المالية سواء كانوا يقدمون خدماتهم للأفراد أو للشركات، فضلاً عن البنية التحتية التي تدعم هذه الأسواق.

كما يتبيّن من الجدول السابق، تتوفر هياكل تنظيمية مختلفة في كل بلد، بدءاً من هيئة تنظيمية مالية متكاملة واحدة، وفصل الإشراف على الإجراءات التحوطية ومراقبة سلوك العمل بين هيئات تنظيمية مختلفة، وصولاً إلى نموذج تنظيمي قائم على القطاع.

يتعيّن على المؤسسات المالية التي ترغب في مزاولة أعمالها في دولة محددة التقدم بطلب للحصول على ترخيص. وتتأكد الهيئات التنظيمية من استيفائها الحد الأدنى من معايير الدخول وتوافق على تلك الطلبات عند التأكد من أن الشركة ستدار بشكل رشيد وسط تنفيذ نموذج أعمال مجدٍ وضوابط فعّالة للتخفيف من حدّة المخاطر. قد يؤدي ذلك إلى فرض الهيئة التنظيمية القيود والمتطلبات على أي جزء من نموذج الأعمال أو حتى رفض منح ترخيص للشركة وإعطاء الإذن لها بمزاولة الأنشطة الخاضعة للرقابة.

عادةً ما تشمل الطرق التي تستخدمها الهيئات التنظيمية ما يلي:

- تحديد المتطلبات التحوّطية للتأكد من أن الشركة أو الشخص المرخص له يحتفظ بموارد رأسمالية كافية تتناسب مع مستوى المخاطر.
- وضع قواعد لسلوك العمل والأحكام الإرشادية والتوجيهات التي تحكم علاقة الشركة المرخص لها بعملائها أو نظرائها.
- توفير لوائح تنظيمية مفصلة للمنتجات، أغلبها في مجال قطاع الخدمات المالية للأفراد، مثل خطط الاستثمار المشترك والتقاعد، والتي تحدد الحد الأدنى من المعايير الهادفة إلى حماية المستثمرين الأفراد وتحديد الترتيبات المرتبطة بالتعويضات وتسوية المنازعات.
- تحديد متطلبات وإجراءات عمليات التحقيق والرقابة وإنفاذ القوانين.
- تحديد المتطلبات المتعلّقة بالحد الأدنى لعدد الموظفين المؤهلين ومعايير تضمن أنَّ الموظفين الرئيسين مناسبون لأدوارهم.

تسعى الهيئات التنظيمية إلى الحفاظ على ترتيبات مراقبة الأشخاص المرخص لهم فيما يتعلّق بالتزامهم بالمتطلبات المفروضة عليهم. ونظراً لعدد الشركات التي قد تكون الهيئة التنظيمية مسؤولة عنها، يتعيّن على الهيئة أن تنظر في كيفية مواءمة مواردها مع المخاطر التي قد تمثّلها كل شركة على استقرار السوق. فقد تعمد إلى تكثيف عمليات الرقابة حينما تشير تقييمات المخاطر إلى أن إحدى الشركات قد تشكل خطراً على أهداف الهيئة التنظيمية.

تمتلك الهيئات التنظيمية مجموعة من الأدوات التي بإمكانها استخدامها للمساعدة في الإشراف على الشركات الخاضعة للرقابة التنظيمية. تكون تلك الأدوات في العادة كالتالي:

- **أدوات التشخيص** – مصممة لتحديد المخاطر وتقييمها وقياسها.
- **أدوات الرصد والمتابعة** – لتتبّع تطور المخاطر المحددة، أينما تنشأ.
- **الأدوات الوقائية** – للحد من المخاطر المحددة أو تذليلها، وبالتالي منع حدوثها أو تناميها.
- **الأدوات التصحيحية** – للاستجابة للمخاطر عند حدوثها.

تتطلب الطبيعة المعقدة لمعاملات الأوراق المالية والمخططات الاحتيالية إنفاذاً حازماً وصارماً للقوانين المتعلّقة بها. ويتعرّض المستثمرون في أسواق الأوراق المالية بصورة خاصة إلى سوء سلوك الوسطاء وغيرهم. وهذا يعني أنّ على الهيئات التنظيمية أن تتمتع بصلاحيات التحقيق والإنفاذ الشاملة وأن تتعاون، عند الضرورة، مع الهيئات التنظيمية الأخرى حيثما تنشأ حالات سوء سلوك عبر الحدود.

٢- الجرائم المالية

تشمل الجرائم المالية الأنشطة التي تنطوي على سلوك احتيالي أو مخادع لتحقيق مكاسب مالية أو استخدام الأصول المكتسبة بطريقة غير مشروعة أو إضفاء الشرعية عليها. لا يوجد تعريف واحد للجريمة المالية، ولكنها تشمل أي نوع من أنواع السلوك الإجرامي المتعلق بالمال أو بالخدمات المالية أو الأسواق. ومن أنماط الجرائم المالية الرئيسة الرشوة والفساد والاحتيال والتهرب الضريبي والجرائم الإلكترونية وسرقة الهوية وغسيل الأموال وتمويل الإرهاب والتلاعب بالسوق والتداول بناء على معلومات داخلية والتعامل مع العائدات المتأتية من الجريمة.

يُعدُّ الحد من ارتِكاب الجرائم الماليّة من الأولويّات الرئيسة لواضعي القوانين والسُّلطات والحكومات في العالَم بأسرِهِ، ولا سيّما في ظلّ تزايد استِخدام الإرهابيين والمُحتالين وعصابات الجريمة المُنظّمة لشبكاتٍ دوليّة عالميّة وأنظمة ماليّة معقّدة لتحريك الأموال والأصول أو الاحتفاظ بها أو ارتِكاب عمليات الاحتِيال. وعادةً ما تكون المُنظَّمات الماليّة بالأخص عُرضةً لهكذا عمليّات بسبَب طبيعة علمها وضخامة حجم المعاملات الماليّة وعلاقاتِ العُملاء الّتي تديرها هذه المنظّمات.

٢-١ غسل الأموال وتمويل الإرهاب

غسل الأموال (Money Laundering ML) هو عملية تحويل الأموال المشبوهة (الأموال الناتجة عن أنشطة إجرامية) إلى أموال تبدو مشروعة. ويكون من الصعب استثمار الأموال المشبوهة أو إنفاقها حيث تحمل مخاطر استخدامها للكشف عن الجريمة الأساسية، بينما يمكن استثمار الأموال النظيفة وإنفاقها دون التعرض لمخاطر التجريم. يخفي غسل الأموال عوائد الأنشطة غير المشروعة في صيغة أموال مشروعة يمكن إنفاقها بلا قيود. ويتزايد في يومنا هذا عدد الحكومات التي تنظر إلى أحكام مكافحة غسل الأموال على أنّها خط الدفاع الأول في مكافحة تجارة المخدرات والإرهاب والجريمة المنظمة.

يمكن أن يتخذ غسل الأموال أشكالاً كثيرة، مثل:

- تحويل الأموال الناتجة عن أنشطة إجرامية إلى أموال نظيفة.
- التصرّف بمتحصّلات الجرائم مثل السرقة، والاحتيال، والتهرب الضريبي.
- التصرّف بالبضائع المسروقة.
- التورّط المباشر في غسل أي ممتلكات إجرامية أو إرهابية أو تسهيل العملية.
- استثمار المجرمين لمتحصّلات جرائمهم في مجموعة كاملة من المنتجات المالية.

قد تظهر أوجه تشابه كبيرة بين حركة تمويل العمل الإرهابي وغسل الأموال الناتجة عن النشاط الإجرامي. فبسبب ارتباط المجموعات الإرهابية بأنشطة إجرامية أخرى، قد يحدث تداخلٌ لا بدّ منه بين أحكام مكافحة غسل الأموال والقوانين الهادفة إلى منع تمويل الأعمال الإرهابية. لكن ينبغي أن نشير إلى وجود اختلافين رئيسَين بين تمويل الإرهاب والأشكال الأخرى لأنشطة غسل الأموال:

- في كثير من الأحيان، تكفي مبالغ ماليّةٌ صغيرة جداً لارتكاب أعمال إرهابية، ما يجعل عملية تحديد هذه الأموال وتتبع أثرها أكثر صعوبة.
- في حال استخدام الأموال المشروعة لتمويل الأنشطة الإرهابية، فإنه من الصعب تحديد متى أصبحت هذه "أموال إرهابيين".

قد تحتاج المنظمات الإرهابية إلى تمويل كبير، وعادة ما توظف التقنيات الحديثة في إدارة أموالها وتحويلها بين المناطق التي تخضع لسلطات قضائية مختلفة، ومن هنا ينشأ التشابه بينها وبين غسل الأموال.

١-١-٢ النهج الدولي لمكافحة غسل الأموال

هدف التعلّم

١-٢-٢ معرفة دور مجموعة العمل المالي (فاتف)

أدت طبيعة غسل الأموال وتمويل الإرهاب عبر الحدود إلى تنسيق دولي يضمن تمتّع الدول بالتشريعات والعمليات التنظيمية التي تمكّن تحديد هوية المتورطين ومحاكمتهم. تشمل الأمثلة:

- أصدرت مجموعة العمل المالي (فاتف) توصيات تهدف إلى وضع حد أدنى من المعايير للعمل في مختلف الدول من أجل ضمان اتّساق جهود مكافحة غسل الأموال على الصعيد الدولي؛ كما أصدرت توصيات خاصة بشأن مكافحة تمويل الإرهاب.
- المعايير الصادرة عن الهيئات الدولية بهدف تعزيز إجراءات العناية الواجبة اللازم اتباعها لتحديد هوية العميل.
- العقوبات المفروضة من الأمم المتحدة ودول محدّدة لحرمان الأفراد والمنظمات في بعض الدول من إمكانية الاستفادة من قطاع الخدمات المالية.
- الإرشادات الصادرة عن مجموعة وولفسبرغ (Wolfsburg) لمصارف القطاع الخاص فيما يتعلق بالخدمات المصرفية الخاصة والبنوك المراسلة وغيرها من الأنشطة. ومجموعة وولفسبرغ هي اتحاد يضم ١٣ بنكاً عالمياً جرى تأسيسه استجابةً للمخاوف المتزايدة بشأن غسيل الأموال والجرائم المالية. وغالباً ما تستخدم المؤسسات المالية أطرها وإرشاداتها وتوصياتها لتوجيه سياساتها وإجراءاتها في مكافحة الجرائم المالية.

مجموعة العمل المالي أو فاتف (FATF)

في ظلّ المخاوف الدولية المتزايدة بشأن عمليات غسل الأموال، أُنشئت مجموعة العمل المالي (FATF) خلال قمة مجموعة الدول الصّناعيّة السبع في عام ١٩٨٩. وتعمل مجموعة العمل المالي (فاتف) على وضع معايير عالمية لمكافحة غسل الأموال والتصدي لتمويل الإرهاب، وتجري مراجعة تنفيذ هذه التوصيات بانتظام بواسطة هيئات المراجعة والتدقيق في النظم الوطنية. وقد نفّذ توصياتها أكثر من ٢٠٠ دولة وسلطة قضائية في مختلف أنحاء العالم.

وتركز المجموعة عملها على ثلاثة مجالات رئيسة كما يأتي:

- وضع معايير لقوانين مكافحة غسل الأموال (AML) وبرامج مكافحة تمويل الإرهاب على المستوى الوطني.
- تقييم مدى فاعلية التزام الدول الأعضاء بهذه المعايير.
- التعرّف على أساليب غسل الأموال وتمويل الإرهاب والاتجاهات السائدة في هذين المجالين.

وقد أنشأت فاتف أربع مجموعات إقليمية تغطي الأمريكيتين ومنطقة آسيا والمحيط الهادئ وأوروبا والشرق الأوسط وأفريقيا. وتستخدم المعلومات التي توفّرها هذه المجموعات من أجل تحديد الدول التي لا توجد لديها تدابير ملائمة لمكافحة غسل الأموال، التي يُشار إليها باسم "الدول والأقاليم غير المتعاونة". وبذلك تسعى المجموعة إلى الضغط على تلك الدول للارتقاء بأنظمة مكافحة غسل الأموال (AML) لديها إلى مستوى المعايير الدولية.

تراقب مجموعة العمل المالي سير عمل الدول الأعضاء في تنفيذ الإجراءات اللازمة، وتستعرض أساليب غسل الأموال وتمويل الإرهاب والإجراءات المضادة، وتشجع على اعتماد الإجراءات المناسبة وتنفيذها على الصعيد العالمي. وفي تأدية هذه الأنشطة، تتعاون المجموعة مع الهيئات الدولية الأخرى المعنية بمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب.

دور المنظمات الدولية الأخرى

ينشط عدد من المنظمات الدولية الأخرى في مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب.

الأمم المتحدة (UN)	• مكتب الأمم المتحدة المعني بالمخدرات والجريمة (UNODC) مكلّف بمساعدة الدول الأعضاء في مكافحة المخدرات غير المشروعة والجريمة والإرهاب. ولتحقيق هذه الغاية، يقدّم مكتب الأمم المتحدة المعني بالمخدرات والجريمة المساعدة الفنية والتدريب للدول الأعضاء لتعزيز أطرها القانونية والمؤسسية، بالإضافة إلى تدابير أخرى. • تعمل الأمم المتحدة على تعزيز وتنفيذ الاتفاقيات الدولية مثل اتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الجريمة المنظمة عبر الوطنية (TOC) والاتفاقية الدولية لقمع تمويل الإرهاب. وتلزم هذه الاتفاقيات الموقعين عليها بتجريم غسل الأموال وتمويل الإرهاب وتنفيذ التدابير الكفيلة بتجميد أصول الإرهابيين.
صندوق النقد الدولي (IMF)	• إن خبرة صندوق النقد الدولي الواسعة في إجراء تقييمات للقطاع المالي وتقديم المساعدة التقنية في القطاع المالي وممارسة الرقابة على النظم الاقتصادية للأعضاء ساعدت بشكل كبير على تقييم مدى التزام الدول بمعايير مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب الدولية وعلى تطوير برامج لمساعدتها على معالجة أوجه القصور المحددة. • يتضمّن برنامج تقييم القطاع المالي (FSAP) للدول وتقييم المراكز المالية الخارجية الذي يوفّره، تقييماً كاملاً عن مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب.
البنك الدولي	• تصبح الأسواق الناشئة بشكل متزايد مكاناً لعمليات غسل الأموال واسعة النطاق. وإذا تُرِكت دون رقابة، فسيزعزع هذا النشاط مصداقية القطاع المالي الرسمي في نهاية المطاف. • يشارك البنك الدولي في دعم الدول النامية وفي عمليات القطاع المالي. ويشجع على اتخاذ إجراءات لمواجهة تدفق الأموال غير المشروعة إلى داخل النظم المالية للدول ويجري الترتيبات اللازمة لتقديم المساعدة الخارجية. • "مبادرة استرداد الأصول المسروقة" (Stolen Asset Recovery Initiative StAR) هي شراكة بين مجموعة البنك الدولي ومكتب الأمم المتحدة المعني بالمخدرات والجريمة (UNODC) لدعم الجهود الدولية في وضع حدّ للملاذات الآمنة للأموال الناتجة عن الفساد. تعمل المبادرة مع الدول النامية والمراكز المالية لمنع غسل متحصّلات الفساد وتيسير عودة الأصول المسروقة بشكل أكثر منهجية وفي الوقت الأكثر ملاءمة إلى بلد المنشأ.

٢-١-٢ جرائم غسل الأموال والالتزامات القانونيّة للشركات

هدف التعلّم

٢-٢-٢ معرفة الجرائم الرئيسة المرتبطة بغسل الأموال وتمويل الإرهاب والالتزامات القانونية لشركات الخدمات المالية

في حين تختلف القواعد والأنظمة المحدَّدة المتعلقة بغسل الأموال من بلد إلى آخر، من الجدير بالذكر وجود سمات مشتركة بين أنواع الجرائم والالتزامات القانونيّة المفروضة على شركات الخدمات المالية. يمكن تلخيص الأنواع الخمسة الرئيسة للجرائم المرتبطة بغسل الأموال على النحو الآتي:

- **الإخفاء** – قيام شخص ما بإخفاء الملكية الناتجة عن أنشطة إجراميّة أو التستر عليها يُعدّ مخالفةً تستوجب العقاب.
- **الترتيبات** – شروع شخص ما في اتّفاقٍ مع معرفته أو اشتباهه بأنّ هذا الاتفاق ييسّر الاستحواذ على ملكية ناتجة عن نشاط إجراميّ أو الاحتفاظ بها أو التحكّم بها يُعدّ مخالفةً تستوجب العقاب.
- **الاستحواذ والاستخدام والتملّك** – يُعد الاستحواذ على ممتلكات آتية من أنشطة إجرامية أو استخدامها أو تملّكها مخالفة يعاقب عليها القانون.
- **عدم الإفصاح** – يُعَدُّ عدم الإفصاح جريمةً يعاقب عليها القانون في حال توفر ثلاثة شروط:
  - إذا كان الشخص يعرف أن شخصاً آخر متورّط في غسل الأموال أو يشتبه بتورّطه (أو لديه أسباب منطقية ليعرف ذلك أو يشتبه به).
  - إذا حصل الشخص على المعلومات التي أدت إلى معرفته أو اشتباهه أثناء مزاولته لعمله في قطاع منظَّم بقوانين تنظيمية (مثل قطاع الخدمات المالية).
  - إذا لم يقم الشخص بالإفصاح على النحو المطلوب في أقرب وقت ممكن عملياً.
- **التحذير وتسريب المعلومات** – يُعدّ إشعار شخص بأنه مشتبه بتورّطه في غسل الأموال جريمة تستوجب العقاب.

وتخضع الشركات عادةً بموجب القوانين التنظيمية لمكافحة غسل الأموال إلى شروط معيّنة تشمل ثلاثة مجالات رئيسة:

- تلتزم الشركات بتنفيذ إجراءات تحديد هوية العميل، وتنفيذ **إجراءات الإبلاغ** عن الشبهات داخلياً والاحتفاظ بالسجلات المتعلقة بأنشطة مكافحة غسل الأموال.
- تلزم القواعد التنظيمية أيضاً الشركاتِ بتقديم التدريب المناسب لموظّفيها لإطلاعهم على القواعد التنظيمية وآليّات التعرف على المعاملات المشبوهة والتعامل معها.
- هناك متطلّب شامل يلزِم الشركات بوضع ضوابط داخلية ملائمة لتدارُكِ عمليات غسل الأموال ومنعِها. ومن هذه الإجراءات تعيين موظّفٍ مسؤول عن الإبلاغ عن غسل الأموال في الشركة (MLRO).

يُستخدَم مصطلح "مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال" (Money Laundering Reporting Officer MLRO) في العديد من القواعد الدولية للإشارة إلى الشخص المسؤول عن الإشراف على برنامج مكافحة غسل الأموال في الشركة والأنشطة المرتبطة به. فهو مسؤول عمّا يأتي:

- تلقّي تقارير الأنشطة المشبوهة من أي موظف في العمل.
- النظر في جميع التقارير وتقييم احتمال وجود أي دليل على غسل الأموال أو تمويل الإرهاب.
- تقديم تقارير عن أي نشاط أو معاملات مشبوهة إلى هيئة إنفاذ القانون المناسبة عن طريق تعبئة تقرير النشاط المشبوه (Suspicious Activity Report SAR) وتقديمه.
- طلب موافقة هيئة إنفاذ القانون على الاستمرار في أي معاملات أبلغوا عنها، والتأكد من عدم مواصلة المضي قدماً في أي معاملة بصورة غير قانونية.

من المحتمل أن تتعرض الإدارة والموظفون المسؤولون في الشركات لعقوبة السجن والغرامة في حال عدم الالتزام بقوانين مكافحة غسل الأموال المحلية، وقد يُلغى الترخيص المهني للشركة في هذه الحالة. ويحرص المشرّعون على ضبط المسؤولين عن أي مخالفات داخل الشركة، لا سيما الموظفين المكلَّفين بوظيفةٍ مهمة للمراقبة والالتزام داخل الشركة.

وكما ذكرنا سابقاً، يُعَدّ عدم الكشف عن وجود اشتباه بغسل الأموال مخالفةً يعاقب عليها القانون. وهذا يتطلب بلا شكّ من الموظفين في شركات الخدمات المالية أن يكونوا على علم بالأنشطة التي قد تشكّل شُبهة، ولهذا السبب تلتزم الشركات بتدريب الموظفين على التعرف على العمليات التي قد ترقى إلى مستوى غسل أموال وآليات التعامل معها.

٣-١-٢ مراحل غسل الأموال

هدف التعلّم
٣-٢-٢ معرفة مراحل غسل الأموال

تمرّ عملية غسل الأموال الناجحة بثلاث مراحل:

- الإيداع
- التمويه
- الدمج.

الإيداع (Placement)

الإيداع هو المرحلة الأولى من العملية، وعادة ما تنطوي على إيداع النقود الناتجة عن النشاط الإجرامي في شكل من أشكال الحسابات المصرفية.

تتطلّب مرحلة الإيداع من مرتكبي غسل الأموال إدخال الأموال في النظام المالي. ويستدعي هذا استبدال النقود الحاضرة ببعض الحقوق في الأصول أو المزايا القيّمة. في السنوات الأخيرة، أثار استخدام العملة الإلكترونية (مثل البيتكوين) الكثير من الاهتمام فيما يتعلق بالتأثيرات المخلّة للتكنولوجيا، لكن ينبغي أيضاً النظر إليها في ضوء دراسة حالات غسل الأموال. يمكن أن تكون أي معاملة يقوم بها شخص ما بتحويل عملة فعلية إلى عملة إلكترونية مثالاً على عملية الإيداع.

التمويه (Layering)

التمويه هو المرحلة الثانية من العملية ويتضمن تحريك الأموال بين عددٍ من الحسابات المصرفيّة، ما يجعل ربط الأموال المودعة مع المستفيد النهائي من المال أمراً صعباً على السلطات المختصّة. وقد ينطوي تمويه المصدر الأصلي للأموال على عمليات بيع العملات الأجنبية أو الأسهم أو السندات وشرائها.

بالنسبة إلى معظم شركات الخدمات المالية، يمثل التمويه المخاطرة الأكبر حيث يمكن أن تشكّل أي معاملة يجري فيها تبادل أصل مقابل آخر، أو يتغيّر فيها المالكون المسجلون للأصل، خطوة من خطوات التمويه. ونظراً لأن الغرض من التمويه هو إخفاء المصدر الأصلي للأموال والمستلم النهائي، فغالباً ما تكون عمليات التمويه مطوّلة ومفصّلة، لكنّ كل خطوة مصمّمة بحيث تبدو وكأنها غير مشبوهة، مثل النشاط المعتاد للمستثمر الذي يدير الأعمال.

الدمج (Integration)

الدمج هو المرحلة الثالثة والأخيرة. وفي هذه المرحلة، تكون مرحلة التمويه قد نجحت، ويظهر المستفيد النهائي من الأموال على أنه يملك أموالاً مشروعة (أي أموالاً نظيفة، بدلاً من الأموال المشبوهة).

قد يصعب إثبات عملية الدمج مقارنةً بالمرحلتين الأخريين، لأن الأموال الناتجة عن عمليات غسل الأموال قد لا تتم إزالتها بالفعل من النظام المالي. ففي بعض الحالات، قد تشهد مرحلة الدمج إجراء المجرم عمليات سحب من حساب مصرفي، بينما في حالات أخرى، قد تبقى الأموال مستثمرة في بعض المشاريع أو الاستثمارات طويلة الأجل. تتحقّق أغراض مرتكب غسل الأموال في حال لم تعد الشركات أو سلطات إنفاذ القانون قادرة على تحديد المصدر غير القانوني للأموال.

بصورة عامة، تهدف أحكام مكافحة غسل الأموال إلى التعرّف على العملاء والإبلاغ عن المشتبه بهم في مرحلتيّ الإيداع والتمويه، بالإضافة إلى الاحتفاظ بسجلات وافية من شأنها الحدّ من الوصول إلى مرحلة الدمج.

٤-١-٢ إجراءات تحديد هوية العميل

هدف التعلّم

٤-٢-٢ معرفة إجراءات تحديد هوية العميل

يجب على الشركات، بموجب القوانين التنظيمية لمكافحة غسل الأموال، اعتماد إجراءاتٍ معيّنة لتحديد هوية عملائها الجدد والاحتفاظ بالسجلات المتعلّقة بوثائق إثبات الهوية هذه. يُطبّق هذا الالتزام بإثبات الهوية في أقرب وقت ممكن عملياً بعد أن يتم التواصل بين الأطراف المعنيّة والاتفاق على الشروع في علاقة تجارية. ويمكن أن يؤدي الفشل في إثبات هوية العميل الخاص بك إلى التغريم بدفع غرامة غير محدودة والسجن. وإلى جانب قواعد "اعرف عميلك" (Know Your Customer KYC)، تكتسب معرفة مصادر الأموال المتوفرة للاستثمار، أي مصدر الثروة، الأهمية ذاتها، وذلك للتأكد من أن هذه الأموال ليست ناتجة عن أي أنشطة غير قانونية.

وعادة ما يُشار إلى إجراءات تحديد الهوية التي يجب على الشركة التقيّد بها على أنها إجراءات التحقّق من هويّة العميل (Customer Due Diligence CDD) وتنطوي الإجراءات التي يجب القيام بها على ما يأتي:

- التعرف على العملاء والتحقق من هوية كلٍّ منهم.
- تحديد المستفيد النهائي، عند اللزوم، والتحقق من هويته.
- الحصول على معلومات حول الغرض من العلاقة التجارية وطبيعتها.

وإلى جانب ذلك، تلتزم المؤسسات المالية باتّخاذ الإجراءات الضروريّة للتحقّق من مصدر الأموال التي يرغب العميل في استثمارها ولا بدّ أن تقوم الشركات أيضاً بالتحقق من عدم إدراج اسم العميل على إحدى القوائم السوداء للعقوبات الدولية للتأكّد من أنّ ممارسة النشاط التجاري معه ليس أمراً محظوراً. كما يجب عليها إجراء المراقبة المستمرة على العلاقة التجارية مع عملائها للتعرف على أي نشاط مشبوه.

ومن أنواع الوثائق المقبولة لإثبات هوية العميل الجديد ما يأتي:

- **بالنسبة للأفراد** – أي وثيقة رسمية تحمل صورة الشخص تثبت اسمه (مثل جواز السفر أو رخصة القيادة الدولية)؛ وأيّ فاتورة مرافق عامة (كالغاز أو الماء أو الكهرباء) يظهر عليها الاسم والعنوان تعدّ إثباتاً على صحة العنوان. وقد لا تُقبل بعض أشكال إثبات الهوية (مثل فواتير الهاتف المحمول)؛ ولا تُقبل سوى الوثائق الأصلية، وليس النسخ.
- **بالنسبة للشركة العميل (شركة)** – لا بدّ من تقديم أدلّة تثبت هوية الشركة ووجودها فعلياً على أرض الواقع من الوثائق الرسيمة لتأسيس الشركة (النظام الداخلي و**عقد التأسيس**) ومجموعات حساباتها. بالنسبة للشركات صغيرة الحجم، تحتاج الشركة أيضاً إلى إثبات هوية أصحاب المصلحة الأساسيين (مثل أعضاء مجلس الإدارة والمساهمين).

وينبغي اتخاذ الإجراءات اللازمة للتحقق ما إذا كان العميل (أو أحد أقاربه من الدرجة الأولى) ليس من الأشخاص السياسيين ممثلي المخاطر (Politically Exposed Person PEP). ويُلاحظ أن مصطلح "الأشخاص السياسيين ممثلي المخاطر" يُستخدم من قبل واضعي اللوائح التنظيمية لتحديد الأشخاص الذين يشغلون مناصب مهمّة في أجهزة الدولة. ويحتاج هؤلاء الأفراد إلى تدقيق متزايد لأنهم يشغلون أو قد شغلوا فيما مضى مناصب تتطلب الحفاظ على الأمانة العامة، مثل المسؤولين الحكوميين وكبار المدراء التنفيذيين العاملين في الشركات الحكومية والسياسيين ومسؤولي الأحزاب السياسية وخلافه، بالإضافة إلى أسرهم وأقاربهم.

ففي الحالات التي تتزايد فيها المخاطر- مثلاً، حين يتعلق الأمر بأحد الأشخاص السياسيين ممثلي المخاطر، أو حين لا يكون العميل حاضراً فيزيائياً عند التحقق من هويته، أو حين يكون مقيماً في بلد عالي الخطورة، أو تكون المعاملة معقدة أو كبير على نحوٍ استثنائي. لا بدّ من تطبيق إجراءات التحقّق من هويّة العميل المشدّدة (Enhanced Due Diligence EDD) بما يتناسب مع حجم المخاطر.

من جهة أخرى، يمكن الاكتفاء بتطبيق إجراءات التحقّق من هويّة العميل المبسَّطة (Simplified Due Diligence SDD) بالنسبة لبعض العملاء أو المنتجات أو المعاملات المحدَّدة – مثل حين يكون العميل بنكاً أو شركة مدرجة في البورصة أو هيئة عامة. وفي هذه الحالات، يجب أن يكون لدى الشركات أسباب معقولة للاعتقاد بأن العميل أو المنتج أو الصفقة يتدرجون ضمن واحدة من الفئات المسموح بها، بالإضافة إلى القدرة على إثبات ذلك للسلطات الرقابية.

٢-٢ التداول بناءً على معلومات داخلية

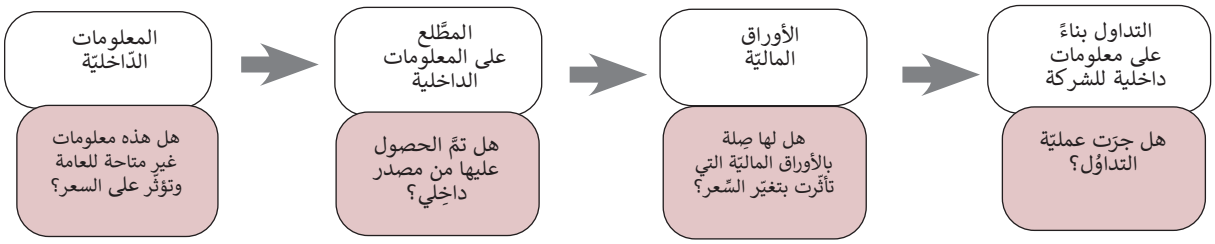
هدف التعلّم

٦-٢-٢ معرفة الأنشطة التي تُعدُّ عمومًا تداولاً بناءً على معلومات داخلية

عند قيام المدراء أو الموظفين في شركة مدرجة في البورصة بشراء الأسهم أو بيعها في تلك الشركة، وفي حال كانت لديهم معلوماتٌ غير متوفرة للعامّة، فإن هناك احتمال أن يرتكب هذا الموظّف أو المدير فعلاً إجرامياً- **التداول بناء على معلومات داخلية** للشركة. وعلى سبيل المثال، قد يقوم المدير بشراء أسهم في الشركة وهو يعلم تماماً أنَّ أداء الشركة في الأشهر الستة الأخيرة كان أفضل من المتوقّع في السوق. وبذلك يستفيد المدير من هذه المعلومات لأنها "من داخل" الشركة. تعدّ هذه جريمةً جنائيةً يعاقب عليها بالغرامة أو السجن أو كِليهِما في الأسواق جميعها تقريباً.

قد تختلف القواعد المتعلّقة بالتداول بناءً على معلومات داخلية (أو التداول بناءً على أسرار الشركة) ما بين دولة وأخرى أو سوق وأخرى. فهناك تفاصيل كثيرة يجب أن نغطيها هنا، لذلك يُنصح المتقدمون إلى الامتحان بأن يرجعوا إلى المصادر ذات الصلة، إذا كانوا يرغبون في أن يحصلوا على مزيد من المعلومات حول اللوائح والعقوبات المحددة المطبقة في نطاقهم القضائي. في الآتي، ملخص للعناصر الرئيسة للجرم في المملكة المتّحدة.

لإثبات جُرم التداول بناءً على معلومات داخلية للشركة، من الضروري أن نعرِّف المطّلع على الأسرار الداخلية للشركة، وماهيّة المعلومات التي تعدّ معلومات داخلية، والحالات التي تؤدي إلى ارتكاب المخالفة، كما يُظهِر الشكل البياني الآتي:



المعلومات المؤثرة على السعر

المعلومات الداخلية للشركات هي معلوماتٌ تتعلق بمجموعة معيّنة من الأوراق المالية أو الشركة التي أصدرت هذه الأوراق المالية (وليس الأوراق المالية أو مُصدري الأوراق المالية عموماً) التي تتمتّع بالخصائص الآتية:

- محددة أو دقيقة
- ولم تُنشر بعد ليطَّلع عليها العامة
- وإذا أُعلن عنها للعامة، من المرجح أن يكون لها تأثير كبير على سعر الأوراق المالية.

وعادة ما يُشار إلى هذه المعلومات على أنها "معلومات غير منشورة تؤثِّر على السعر".

تصبح المعلومات مُتاحة للعموم عند نشرها، كأن تقوم إحدى الشركات المدرَجة في المملكة المتحدة على سبيل المثال بنشر خبرٍ يؤدّي إلى تغيّر الأسعار عبر خدمة الأخبار التنظيمية التابعة **لسوق لندن للأوراق المالية (LSE)**. يمكن عدُّ المعلومات معلوماتٍ عامّةً حتى وإن لم يكن ممكناً الحصول عليها إلا عن طريق الأشخاص المختصّين بالتحرّي والتدقيق أو من ذوي الخبرة (أي بواسطة التحليل الدقيق للحسابات المنشورة أو العودة إلى المصادر المتوفرة في المكتبات على سبيل المثال).

الأوراق المالية المتأثرة بتغيّر السعر

ويُستخدم مصطلح "الأوراق الماليّة" عادةً لوصف الأدوات المالية المشمولة بقواعد التداول بناءً على أسرار الشركة عموماً. وتتضمّن هذه الأدوات الآتية:

- الأسهم
- السندات (الصادرة عن شركة أو هيئة من هيئات القطاع العام)
- **عقود الكفالة**
- شهادات الإيداع
- عقود الخيار (لشراء الأوراق المالية أو التخلّص منها)
- العقود المستقبلية (لشراء الأوراق المالية أو بيعها)
- **عقود الفروقات** (على أساس الأوراق المالية أو أسعار الفائدة أو مؤشرات الأسهم).

تجدر الإشارة إلى أن تعريف الأوراق المالية لا يشمل عادةً السلع ومُشتقات السلع الأساسية (مثل عقود الخيار والعقود المستقبلية على المنتجات الزراعية أو المعادن أو منتجات الطاقة(، أو الوحدات/الأسهم في الصناديق المُشتَركة.

المصدر الداخلي

يُعَدّ الشخص المالك لهذه المعلومات التي تؤثر على السعر "مطلعاً على المعلومات الداخلية للشركة" إذا كان يعرف أنها معلومات سرّية من مصدر داخلي بالشركة. قد يكون ذلك الشخص قد:

١. حصل على المعلومات بحكم كونه عضواً في مجلس الإدارة أو موظفاً أو مساهماً في الشركة المصدِرة للأوراق المالية
٢. أو تمكّن من الوصول إلى المعلومات بحكم وظيفته أو منصبه أو مهنته (كما في حالة مدقق حسابات الشركة على سبيل المثال)
٣. أو حصل على المعلومات بإحدى الطريقتين (١) أو (٢)، بشكل مباشر أو غير مباشر.

٣-٢ التلاعب بالسوق

هدف التعلّم
٥-٢-٢ معرفة الأنشطة التي تشكّل تلاعبًا بالسوق

تعتمد كفاءة مهام عمليات أسواق المال ونزاهتها على التشريعات واللوائح الفعّالة التي تضبط عمليات التداول بناءً على المعلومات الداخلية للشركة والتلاعب بالسوق.

لقد سبق ورأينا أن التداول بناءً على المعلومات الداخلية للشركة يحدث عند قيام شخص مطّلع على معلومات قيّمة وخاصّة باستغلالها بغية الاستفادة الشخصية على حساب مستثمرين آخرين. ويصل التلاعب بالسوق إلى حدّ الاعتراف بأن بعض السلوكيات قد تخلّ بالسوق والسماح في المقابل لبعض المشاركين بتحقيق المنفعة بشكل غير أخلاقي على حساب مستثمرين آخرين.

تُصنّف الهيئات التنظيمية السلوك الذي يخلّ بالأسواق والتداول بناءً على المعلومات الداخلية للشركة ضمن فئة التلاعب بالسوق. فكلاهما يهدّد مصالح المساهمين والمستثمرين الآخرين، لكنهما يشكلان أيضاً عائقاً أمام كفاءة عمل أسواق المال.

ويتضمّن الجدول الآتي بعض الأمثلة على حالات التلاعب بالسوق.

التداول بناء على معلومات داخلية	عندما يُجري الشخص المطلع على معلومة داخلية للشركة عمليات التداول، أو يحاول القيام بذلك، على أساس معلومات داخلية سرّيّة. (يعد الإفصاح غير المشروع عن المعلومات وإساءة استخدامها من أنواع التداول بناءً على المعلومات الداخلية للشركة.)
الإفصاح غير المشروع	يحصل ذلك في حال الإفصاح غير المشروع عن معلومات سرّية في الشركة لشخصٍ آخر.
إساءة استخدام المعلومات	السلوك المستند إلى المعلومات غير المتاحة للعامة التي من شأنها أن تؤثر على قرار المستثمر حول الشروط التي يتداول بها.
التلاعب بالتداول	التداول، أو إصدار الأوامر بالتداول، الذي يعطي انطباعاً خاطئاً أو مضللاً عن العرض أو الطلب على استثمار أو أكثر، بما يؤدّي إلى رفع أو خفض سعر هذا الاستثمار إلى مستوى غير طبيعي أو مُصطنع.
التلاعب بالأجهزة	التداول، أو إصدار الأوامر بالتداول، الذي يوظّف أجهزة وهمية أو أي شكل آخر من أشكال الخداع أو التحايل.
نشر المعلومات الخاطئة	نشر المعلومات التي تعطي المستثمرين انطباعاً خاطئاً أو مضللاً فيما يتعلق بأحد الاستثمارات أو الجهة المصدرة لهذا الاستثمار مع علم الشخص الّذي يقوم بنشر هذه المعلومات علم اليقين أنّها معلوماتٌ كاذبة أو مُضلّلة.
إحداث الخلل في السوق والسلوك المُضلّل	السلوك الذي يعطي انطباعاً خاطئاً أو مضللاً فيما يتعلق بالعرض أو الطلب على أحد الاستثمارات؛ أو السلوك الذي يخلّ بالسوق فيما يتعلق باستثمارٍ ما.

تختلف طريقة التعامل مع السلوك غير المقبول وفقاً لخطورة الحدث وقوانين كل دولة. بشكل عام، يُعد التلاعب بالسوق جريمة مدنية، ويُعد التداول بناءً على معلومات داخلية للشركة جريمة مدنية أو جنائية بناءً على مدى خطورة الجريمة.

على الصعيد العالمي، غالباً ما يُعتبر التداول بناءً على معلومات داخلية والتلاعب بالسوق أمرين غير مقبولين. وتقرّ الآيسكو أنَّ التلاعب بالسوق والتداول بناءً على معلومات داخلية يشكلان تهديداً لسلامة الأسواق المالية وحوكمتها الرشيدة، مما قد يؤدي في ظروف معيّنة إلى تقويض استقرار النُظم في تلك الأسواق. وفي حين تستمر جهود مكافحة التداول بناءً على معلومات داخلية والتلاعب بالأسواق، تستمر هذه الممارسات في التطوّر لتتكيف مع التقنيات وأشكال الاتصال الجديدة؛ لذلك، يُعدّ الحذر المستمر والتدابير التنظيمية المحدثة ضروريين لمعالجة التهديدات الناشئة.

٣- المعايير الأخلاقية

هدف التعلّم

٢-١-١ معرفة أهداف التنظيم الرقابي ومزاياه؛ والاختلافات الرئيسة بين النهج القائم على القواعد والنهج القائم على المبادئ في تنظيم القطاع المالي؛ ودور الهيئات التنظيمية الدولية الرئيسة؛ وآليات تطبيق اللوائح التنظيمية على المستوى الوطني؛ وأهمية المعايير الأخلاقية

تُستخدَم قواعد السلوك الأخلاقي في العديد من جوانب العمل التجاري، وغالباً ما تشكّل الإطار الّذي تُبنى على أساسِه المهن. فالالتزام بقواعد السلوك الخاصة بالمهنة هو ما يعرّف "الشخص المحترِف" عن طريق توفير إطار يلتزم به عند تنفيذ واجباته المؤتَمن عليها.

توضّح قواعد السلوك الأخلاقي المبادئ والقيمَ الأساسيّة التي من شأنها توفير رؤية لا لبسَ فيها للمعايير الاحترافية الرّفيعة. وتصمَّم هذه القواعد لأولئك الرّاغبين في القيام بما يُعدّ عملاً صائِباً لأسبابٍ نبيلة، وتضع سلسلةً من المعايير والسلوكيات الّتي توفّر المعيار المرجِعي للسلوك الأخلاقي والتصرف على مُستوىً يرقى إلى أسمى المعايير المِهنيّة.

بعد الأزمة المالية العالمية في عامي ٢٠٠٧ و٢٠٠٨ وفضائح البيع المضلل السابقة، تضاءلت الثقة في القطاع المالي. وبطريقة ما، يمكن أن يساعد وضع معايير أخلاقية واتّباعها على إعادة بناء الثقة في القطاع والمهنيين الذين يقدِّمون المشورة للعملاء.

٣-١ قواعد السلوك في المعهد المُعتَمَد للأوراق المالية والاستثمار (CISI)

تقع معايير الممارسة المهنية التي يمكن إقامة الدليل عليها والوسائل الضرورية لتطبيقها في صلب أي قطاع مهني حيث تُعَدّ الثقة من أبرز خصائصه الرئيسة. تتطلب العلاقة السليمة بين العميل والمستشار وجود الثقة. فالعملاء بشكل عام يشككون ويتهكمون على المستشارين الماليين، وهو أمر مفهوم بالنظر إلى مجموعة فضائح سوء البيع التي حدثت على مدى العقود الأخيرة. وهناك عديد من الأمثلة، منها: التحيّز في العمولة في المملكة المتّحدة الذي أدى إلى إصلاح جذريّ في سوق الاستثمار بالتجزئة؛ والجدل الدائر في الولايات المتحدة حول المعايير الائتمانية؛ وسوء السلوك وفضائح البيع في أستراليا مثل كشف اللجنة الملكية عن سوء سلوك في البنوك، وصناديق التقاعد، وقطاع الخدمات المالية. فالعملاء يطالبون- ولهم الحق في ذلك- ويتوقعون معايير عالية ممّا يعني أنه يتعين على مدراء الثروات التركيز على التحسّن في تقديم المشورة الصحيحة وبناء علاقات قوية ودائمة يمكنها الصمود في وجه المشاكل الحتمية التي قد تحدث.

وضَعَ المعهد المُعتَمَد للأوراق الماليّة والاستثمار (CISI) قواعد السلوك المهني الخاصّة به. علاوةً على ذلك، على الأعضاء الالتزام بشروط محددة لتعليم الأخلاقيات، كجزء من التطوير المهني المستمر (CPD). ويجب على الحاصلين على عضويّة المعهد الالتزام بالمتطلّبات والمعايير المنصوص عليها في مجموعة المبادىء التنظيمية لعمله. وفقاً للمعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار، فإن الأخلاق والنزاهة هما أساس المعايير المتوقعة من أعضائه.

قلة منا عمدت إلى التصرف بشكل غير أخلاقي، وعدد كبير من الشركات والأفراد يحافظ على أعلى المعايير الأخلاقية، من دون الشعور بالحاجة إلى عدد كبير من السياسات والإجراءات الرسمية التي توثق الامتثال للمعايير الأخلاقية المقبولة. ومع ذلك، من الواضح أنه لا يمكن افتراض أنه سيتم استيعاب الوعي الأخلاقي من خلال التأثّر التدريجي غير الملاحَظ. ومن ثم، إذا أردنا تحقيق أعلى معايير السلوك الأخلاقي في صناعتنا، وفي الصناعة الأوسع بشكل عام، فمن المنطقي التفكير في كيفية خلق شعور بالوعي الأخلاقي.

إذا قبلنا أن الأخلاق تتمثل في "فعل الأمر الصائب"، فيمكننا أن نسعى أولاً وقبل كل شيء إلى غرس نوع التفكير الذي يجعلنا نتفكّر في ما ننتوي فعله، أو ما قد يُطلب منا القيام به، قبل فعله. قد تنشأ مواقف، لا سيما في العمل، حيث لا يكون واضحاً على الفور ما إذا كان ما يُطلب منا فعله صحيحاً أم لا. لذا، تم وضع قائمة مرجعية بسيطة من شأنها أن تساعد في اتخاذ القرار: هل سأكون صادقاً ومنفتحاً وشفافاً وعادلاً عند القيام بهذا الفعل؟

- **صادق** - هل كنت صادقاً بتصرفاتي أو قراري مع كل المعنيين، ولم أقل أي أكاذيب أو أنصاف الحقائق؟
- **منفتح** - هل الأشخاص الذين يتأثرون بتصرفي أو قراري على دراية بالعواقب؟
- **شفاف** - هل كنت واضحاً ولم أضلل أي جهة عندما توصلت إلى هذا القرار؟
- **عادل** - هل تأكدت من أن أفعالي أو قراراتي لن تكون مجحفة عن غير قصد بحق أي طرف أو لن تعطي الأفضلية لأي طرف بدون وجه حق؟

اختبار بسيط وغالباً ما يتم الاستشهاد به هو ما إذا كنت ستُسرّ بظهور اسمك في وسائل الإعلام في ما يتعلق بالمعاملة أو القرار، أو هل ستكون سعيداً إذا كان أصدقاؤك وعائلتك على علم بأفعالك.

بالنسبة إلى أي قطاع تكون الثقة فيه سمة أساسية، يكون أحد المتطلبات الرئيسة هو وجود معايير ممارسة يمكن إثباتها ووسائل لإنفاذها. والخدمات المالية هي إحدى هذه القطاعات، وقد وضع المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار مدونة قواعد السلوك الخاصة به. كما تتطلب عضوية المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار من الأعضاء تلبية المعايير المنصوص عليها في مبادئ المعهد.

مبادئ المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار

"يلتزم العاملون ضمن إطار قطاع الأوراق المالية والاستثمار بواجبات مهّمة تجاه جميع أصحاب المصلحة بمن في ذلك العملاء والمشاركون في السوق والمهنة والهيئات المهنية والهيئات المنظمة والزملاء والمجتمع برمته. وحيث تكون هذه الواجبات منصوصاً عليها في القوانين التنظيمية أو التشريعات، يجب على أعضاء المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار الامتثال للمتطلبات نصاً ومضموناً.

إنّ عضوية المعهد المعتَمد للأوراق المالية والاستثمار تتطلب من أعضائه الالتزام بالمعايير المنصوص عليها ضمن "مبادىء المعهد"، حيث تفرض التزاماً على الأعضاء بالعمل في جميع الأوقات ليس وفقاً للقواعد فحسب، بل لدعم الغرض الأساسي والقيم الأساسية للمعهد".

تستند قواعد السلوك الخاصة بالمعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار إلى أصحاب المصلحة، حيث يحدد كل مبدأ من المبادئ الثمانية الواجبات التي تقع على عاتق الأعضاء تجاه واحد أو أكثر من أصحاب المصلحة الذين قد يتأثرون بأعمالهم. وترد أدناه المبادئ الثمانية وما يقابلها من أصحاب المصلحة:

قواعد السلوك في المعهد المُعتَمد للأوراق المالية والاستثمار			
	المبادئ التنظيمية		أصحاب المصلحة
١	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.	الذات، والعملاء، والهيئات التنظيمية، والزملاء، والمشاركون في السوق، والشركات، والمهنة، والمجتمع.
٢	التركيز على العميل	وضع مصالح العملاء في المقام الأول من خلال معاملتهم بإنصاف، والتصرف بمثابة وكيل أمين على مصالحهم، دون السعي مطلقًا للحصول على ميزة أو تحقيق مصلحة شخصية من المعلومات السرية التي يتم الحصول عليها واستخدام بيانات العملاء فقط لغرض محدد.	العملاء

٣	تعارض المصالح	الحذر من أي تعارض في المصالح الشخصية أو غيرها من أشكال تعارض المصالح وإدارته بشكل فعّال 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 والجهات التنظيمية
٤	احترام المشاركين في السوق	معاملة جميع الأطراف النظيرة وشركاء الأعمال باحترام ومراعاة المعايير المناسبة لنزاهة السوق والممارسات الجيدة والسلوك والسرية المطلوبة للحفاظ على أعلى مستوى من الثقة المتبادلة.	العملاء والمشاركون في السوق
٥	التطوير المهني	السعي المستمر لتحقيق التميز المهني، والالتزام بالتطوير المهني المستمر وتعزيز تطوير الآخرين ودعمهم.	المهنة، العملاء والزملاء
٦	إدراك القدرات	الإحجام عن التصرف بأي موضوع تفتقر فيه إلى الكفاءة المهنية ما لم تتوفر لك فرص الحصول على النصيحة والإرشاد والمساعدة اللازمة لتمكينك من القيام بالعمل بطريقة احترافية، مع مراعاة طبيعة الصلاحيات الفردية الممنوحة من قبل العملاء والأطراف النظيرة.	العملاء، والمهنة، والمشاركون في السوق
٧	احترام الآخرين والبيئة	معاملة الجميع بإنصاف واحترام، ودعم منح الفرص للجميع، واحتضان التنوع والشمول والتأكد من مراعاة التأثير البيئي لعملك.	المجتمع، والزملاء، والعملاء، والهيئات التنظيمية، المشاركون في السوق، والمهنة والهيئة المهنية
٨	إعلاء الصوت والاستماع	أن تعبّر عن رأيك بنشاط وأن تشجّع الآخرين على القيام بذلك من خلال الاستماع إلى رأي الآخرين، وأن تعزّز بيئة آمنة للجميع وأن تدرك المسؤوليات التي تتحملها تجاه المجتمعات التي تعمل فيها.	المجتمع والزملاء

قد تنشأ مواقف يتعين فيها على المهنيين اتخاذ قرار حيث لا يكون مسار العمل الصحيح واضحاً على الفور. فبالإضافة إلى الرجوع إلى قواعد السلوك، فإن مراعاة ما يلي يمكن أن يساعد في تحديد المسار الصحيح للعمل.

واضح وصادق	هل قلت أي أكاذيب أو أنصاف حقائق لأي طرف مشارك في اتخاذي لهذا القرار؟
محايد ومنفتح	هل الأشخاص الذين يتأثرون بتصرفي أو قراري هذا على دراية بالعواقب؟
صريح وشفاف	هل تأكدت من أن أفعالي أو قراراتي لن تكون مجحفة عن غير قصد بحق أي طرف أو لن تعطي الأفضلية لأي طرف بدون وجه حق؟
متبصر وعادل	هل فكرت في مصالح أصحاب المصلحة المحتملين ولم أكن مضللاً عند اتخاذ قراري؟

أسئلة نهاية الفصل

فكر في إجابة عن كل سؤال من الأسئلة الآتية، وارجع إلى القسم المناسب للتأكد من صحة جوابك.

١. **ما الفرق بين نموذج اللوائح التنظيمية القائم على القواعد والنموذج القائم على المبادئ؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٢

٢. **كيف تُطبّق مبادئ منظمة الآيسكو (IOSCO) لتنظيم الأوراق المالية؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٣-٣

٣. **ما هو الدور الذي تؤديه مجموعة العمل المالي (FATF)؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢-١-١

٤. **ما الجرائم أو المُخالفات الخمس الرئيسة المتعلقة بغسل الأموال؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢-١-٢

٥. **ما هي المراحل الثلاث لغسل الأموال؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢-١-٣

٦. **ما الوثائق التي ينبغي على الشركة السعي للحصول عليها للتحقق من صحة هوية العميل؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢-١-٤

٧. **أي أنواع العملاء قد يتطلب من الشركة تطبيق إجراءات التحقّق من هويّة العميل المشدّدة (EDD)؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢-١-٤

٨. **كيف تُعرّف عادةً المعلومات الداخلية للشركات؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢-٢

٩. **ما المقصود بالتلاعب بالسوق؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢-٣

١٠. **يعد إعطاء معلومات تنقل انطباعاً خاطئاً أو مضللًا مثالاً على أي نوع من أنواع التلاعب بالسوق؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢-٣

الفصل الثالث

فئات الأصول والأسواق المالية

١.	الودائع النقدية وأسواق النقد	٣٩
٢.	سوق العملات الأجنبية	٤٧
٣.	السندات	٥١
٤.	الملكية العقارية	٦٣
٥.	حقوق الملكية	٦٧
٦.	المشتقات المالية	٧٩
٧.	السلع الأساسية	٨٥
٨.	الأصول الرقمية	٨٩
٩.	العمليات التشغيلية	٩٠

يتضمن هذا الفصل قرابة ١٤ سؤالاً من أصل ١٠٠ سؤال من أسئلة الاختبار

١- الودائع النقدية وأسواق النقد

هدف التعلّم

١-١-٣ معرفة السمات الأساسية للنقد والأصول شبه النقدية: معدلات الفائدة (بما في ذلك معدلات الفائدة السلبية)؛ الودائع النقدية؛ أدوات سوق النقد؛ صناديق سوق النقد

يحتفظ تقريباً كلّ المستثمرين بجزء على الأقل من ثرواتهم في شكل نقد يتم إيداعه لدى أحد البنوك أو أيّ مؤسسة أخرى من مؤسسات الادخار بهدف تحقيق الفوائد، وتأخذ الاستثمارات النقدية شكلين رئيسَين:

- الودائع النقدية
- وأدوات الاستثمار في سوق النقد.

١-١ الودائع النقدية

يُطلق مصطلح "الودائع النقدية" على الودائع في البنوك والمؤسسات المالية الأخرى؛ أي الحسابات الجارية وحسابات التوفير المستخدمة يوميًا من قِبل العملاء من الأفراد والشركات.

ويشار إلى المؤسسات المالية التي تقبل الودائع النقدية باسم "المؤسسات المعتمدة لقبول الودائع"، وهو مصطلح يعكس مقدار التنوع الكبير الذي نشهده اليوم في المؤسسات المالية التي أصبحت تنافس المنتجات التي اعتادت البنوك على تقديمها فيما مضى. والمقصود بالمؤسسة المعتمدة لقبول الودائع مؤسسة مرخَّص لها من قِبل الهيئة التنظيمية في البلد الذي تعمل فيه لقبول الودائع، وتشمل هذه المؤسسات: البنوك ومؤسسات الادخار وشركات الأوراق المالية.

١-١-١ أنواع الحسابات

توفِّر المؤسسات المالية للمستثمرين والمدَّخرين مجموعةً واسعة من أنواع الحسابات لإيداع نقودهم فيها. وفيما يأتي أبرز أنواع الحسابات وأكثرها شيوعًا:

أنواع الحسابات	
الحسابات الجارية	• تُستخدم هذه الحسابات عادةً لتلبية الاحتياجات المصرفية اليومية، مثل استلام المدفوعات، وإجراء المعاملات، وتمكين **حامل الخيار** من الوصول إلى أمواله عند الحاجة. • تقدِّم معظم هذه الحسابات مجموعةً متكاملة من الخدمات، بما في ذلك الوصول إلى الخدمات المصرفية عبر الإنترنت وبطاقات السحب المباشر من الحساب. • غالبًا ما تكون أسعار الفائدة على الحسابات الجارية منخفضةً، وبعضها لا يدفع للعميل أيَّ فوائد على الإطلاق، ولكنها تمتاز بسهولة الوصول إلى الأموال المتوفرة في الحساب.
حسابات التوفير (الادخار)	• تُستخدم هذه الحسابات عادةً للاحتفاظ بالأموال الفائضة عن الحاجة إذ توفِّر للعميل سعر فائدة أفضل، وقد تمثِّل استثمارات طويلة الأجل أو قصيرة الأجل. • يتفاوت سعر الفائدة على الحساب في العادة تبعًا للمبلغ المودَع والمدة الزمنية المطلوبة لإشعار البنك قبل السحب منه.

تتوقف أنواع حسابات التوفير المتوفرة في أيِّ بلد على المنافسة. كما قد يتنوّع وصف هذه الحسابات وسماتها من بلد لآخر. ولتبسيط الأمر، يُمكن أن تُصنَّف هذه الحسابات وفقاً لسهولة الوصول إلى الأموال المودَعة في الحساب. وعلى هذا الأساس، تُقسم الحسابات إلى ثلاثة أنواع رئيسة:

تصنيف حسابات التوفير	
حساب التوفير الفوري	• يُتيح هذا الحساب لصاحبه إمكانية الوصول إلى أمواله متى يشاء، لكنَّ عددَ المرات المسموح فيها باستخدام الحساب في أيَّ مد يُتيح هذا الحساب ة زمنية معيّنة قد يكون محدودًا. • غالبًا ما يكون سعر الفائدة المدفوع على الحساب متغيرًا، وعادةً ما يكون أقل من حسابات الإشعار المسبق وحسابات الوديعة لأجل.
حساب الإشعار المسبق	• ينبغي على صاحب هذا النوع من الحسابات إشعار المصرف مسبقًا قبل سحب الوديعة كلّها أو سحبِ جزءٍ منها. • تكون مدة الإشعار عادةً ٣٠ و٦٠ و٩٠ يومًا. • على سبيل المثال، إذا كانت مدة الإشعار المرتبطة بالحساب ٩٠ يومًا، فيجب على صاحبه إنذار المؤسسة المالية قبل ٩٠ يومًا من موعد السحب؛ لكي يتمكَّن من سحب أمواله. • في الحالات التي توفِّر فيها المؤسسة المالية إمكانية التنازل عن هذا الإشعار المسبق، من الممكن أن تُفرض غرامة على السحب من الحساب تعويضًا عن أيِّ خسارة قد تنجم عن ذلك. • بوجه عام، يكون سعر الفائدة على الحساب متغيرًا، ويرتبط بسعر الفائدة الأساس الذي يحدِّده البنك المركزي.
حساب الوديعة لأجل	• تحصل هذه الحسابات على سعر فائدة محدَّد طيلة عمر الحساب. • تظل الوديعةُ مجمَّدةً في الحساب ولا يمكن التصرف فيها لمدة زمنية محدَّدة قد تتراوح بين عدة أشهر وعدة سنوات.

يُعدُّ **فتحُ الحساب** عمليةً سهلة ومباشرة نسبيًا، وتتطلَّب من المستثمر عادةً تقديمَ دليلٍ يثبت هُويته، وذلك التزامًا بالمتطلبات المتعلّقة بمكافحة غسل الأموال.

١-١-٢ حسابات سوق النقد

توفِّر البنوك حسابات سوق النقد بوصفها بديلًا عن الحسابات المصرفية القياسية المتوفرة للأفراد. بالنسبة إلى المستثمر الفرد، يمكن أن توفِّر هذه الحسابات في بعض الأحيان عوائدَ أعلى مقارنةً بحسابات الودائع القياسية. أما عيبها، فيتمثل في أن العوائد الأعلى تنحصر في الودائع الكبيرة نسبيًا، حتى في هذه الحالة يمكن أن يكون معدَّل العائد منخفضًا.

ويُعرض إيداع الأموال في حساب من حسابات سوق النقد المستثمر للمخاطر المرتبطة بالبنك الذي يستثمر فيه. أمّا صندوق سوق النقد، فيستثمر في مجموعة متنوعة من الأدوات المالية ذات العائد الثابت لعددٍ من المزوِّدين، مما يوفِّر للمستثمر خاصية **التنويع** ويقلل اعتماده على طرف نظير واحد/مؤسسة واحدة.

١-١-٣ الحسابات في الخارج والودائع بعملات أجنبية

قد **يفتح** مستثمر حساباً في بلد آخر لتسهيل عمليات الدفع المتعلّقة بممتلكاته في ذلك البلد، أو بسبب زياراته المنتظمة لذلك البلد. وقد تتطلَّب قواعد فتح الحسابات لغير المقيمين تقديمَ معلومات ووثائق إضافية، مثل رقم الهوية الوطنية وبيانًا بمكان الإقامة الضريبية. ويرجع السبب في ذلك عادةً إلى أن الحكومات تتبادل المعلومات المتعلّقة بالفوائد المدفوعة لغير المقيمين مع السلطات الضريبية في الدول الأخرى، وذلك لتجنُّب التهرب الضريبي.

عند إيداع النقد في حساب مصرفي في الخارج، يجب على المودِع أيضًا أن يأخذ في حسبانه ما يأتي:

- تكاليف تصريف العملات ومخاطر تغير سعر الصرف المحتملة إذا لم يكن بالإمكان قبول الودائع بعملة البلد الأم للمستثمر.
- الجدارة الائتمانية للنظام المصرفي والمؤسسة التي اختار إيداع أمواله فيها، وما إذا كان هناك نظام لتعويض المودِعين في حالات الإفلاس أو الانهيار.
- المعاملة الضريبية للفائدة المدفوعة على الوديعة في البلد الأم للحساب وفي بلد إقامة المستثمر لأغراض ضريبة الدخل.
- ما إذا كانت الوديعة تخضع لأيِّ قيود على الصرف الأجنبي قد تحدُّ من إمكانية الوصول إلى الأموال المودَعة واستردادها في نهاية المطاف.

يمكن أيضًا الاحتفاظ بالودائع لدى عدد من المؤسسات المالية المعتمدة لقبولها وبعملات مختلفة؛ إما للاستفادة من معدلات الفائدة الأعلى، أو للمضاربة على التغيرات في أسعار العملات.

وقد يختار المستثمر الاحتفاظ بنقوده بعملة أجنبية؛ لأن أسعار الفائدة المدفوعة على تلك العملة أعلى. لكن ذلك ينطوي على مخاطر انخفاض قيمة تلك العملة ومن ثَم فإن الخسارة في قيمة رأس المال الناتجة عند تحويل الوديعة إلى عملة البلد الأم للمستثمر قد تتجاوز أيَّ دخل إضافي اكتسبه. من ناحية أخرى، يمكن أن يحتفظ المستثمر بأمواله بالعملة الأجنبية لأغراض المضاربة إذا كان يعتقد أنَّ قيمة العملة سوف ترتفع، وأنه سوف يحقِّق مكاسب رأسمالية. وينطوي هذا بالطبع على مخاطر انخفاض قيمة العملة، مما يؤدِّي إلى خسارة.

كذلك قد تفرض البنوك التي تقدم الودائع بالعملات الأجنبية رسومًا أعلى لتغطي التكاليف الأكبر التي تنطوي عليها إدارة هذه الحسابات، مما قد يقلّص بعضًا من العوائد الإضافية التي كان المستثمر ليجنيها لولا اضطراره لدفع هذه الرسوم.

١-١-٤ حسابات التوفير الإسلامية

تختلف حسابات التوفير الإسلامية عن أنواع الحسابات المذكورة أعلاه، إذ تُصمَّم لتلبية احتياجات المسلمين الذين يحتاجون إلى حسابات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

بموجب أحكام الشريعة الإسلامية(كما نصَّ عليها القرآن الكريم والسنة النبوية) يحرّم تلقي الفوائد أو دفعها، وبذلك تُعدُّ طرقُ الإيداع والإقراض التقليدية التي تعتمد على أقساط الفائدة غيرَ مقبولة.

ولا تقتصر أحكام الشريعة الإسلامية على تحريم الفائدة فقط،؛ بل تتطلَّب وجود عنصر المخاطرة المشتركة. فالأموال المودَعة في حسابات التوفير الإسلامية يجب أن تُستثمر في أنشطة أخلاقية (لا يجوز إقراضها) ويجب جني معدل ربح (بدلاً من أقساط الفائدة). لذلك، لا تختلف الحسابات الإسلامية عن غيرها من حيث تحريمُ دفع الفائدة وحسب،؛ بل ومن حيث غيابُ اليقين لدى المستثمر بأنه سيستعيد أمواله كاملةً أيضًا. ومن ثَم، فإنها تنطوي على مخاطر استثمار.

جدير بالملاحظة أن هذه الحسابات لا تقتصر في الغالب على المسلمين فحسب.

١-١-٥ العوائد

في حين أن الفوائد المدفوعة على الوديعة النقدية تمثِّل بوضوح العائد عليها، يجدر توخي الحرص عند المقارنة بين العوائد على الحسابات المختلفة. فمن المهم استخدام الأساس نفسه لحساب معدلات العوائد على الحسابات التي تجري مقارنتها، مع مراعاة الأثر الناتج عن الرسوم والضرائب وتأثير أي تغيير ناتج عن تمديد مدة العقد.

من المهم التمحيص بدقَّة في العوائد على الحسابات المختلفة لأنَّ:

- المعدلات المعروضة لا تمثِّل دائمًا المعدَّل الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر فعليًا.
- المعاملة الضريبية للحسابات المختلفة يمكن أن تتفاوت، وقد تكون المعدلات المعروضة على الحساب إجمالية أو صافية من الضريبة.
- من الممكن أن توجد قيود على الحدِّ الأدنى أو الأعلى للمبالغ المستثمرة، مما يقلّل من جدوى الحساب.
- العوائد المغرية قد لا تتوفر سوى للحسابات الجديدة بالنسبة إلى المؤسسة المالية وليس للحسابات الموجودة أصلًا لديها.
- من الممكن أن تفرض المؤسسة المالية غراماتٍ على السحوبات من الحساب أو في حال إغلاقه مبكرًا، مما قد يخفض العوائد؛ واعتماداً على شروط الحساب، قد تؤثر العقوبات على المبلغ المسحوب وحده، أو على مبلغ الإيداع بالكامل.
- معدلات العائد المرتفعة قد تتوفر لمدة زمنية محدودة فقط، ومن ثَم تستبدل بها معدلات أدنى بنهاية تلك المدة.

غالبًا ما يشار إلى معدل الفائدة على الحساب المصرفي على أنه المعدل الاسمي أو المعدل السنوي، ويشار إلى معدل تكرار دفع الفوائد على الحساب بمصطلح **المعدل المكافِئ السنوي** أو **المعدَّل الفعلي**.

حساب المعدَّل السنوي المكافِئ
يمكن حساب المعدَّل السنوي المكافِئ باستخدام المعادلة المبيّنة أدناه: المعدَّل السنوي المكافِئ = $n(r+١)$ حيث: "r" = معدَّل الفائدة الاسمي "n" = عدد المدد الزمنية التي تُدفع فيها الفوائد على سبيل المثال، إذا عرض أحد البنوك حساب توفير فوري بسعر فائدة قدره ٣٪ على أن تدفع الفائدة كلَّ ربع سنة، فيمكن حساب المعدَّل السنوي المكافِئ باستخدام المعادلة أعلاه على النحو الآتي: المعدَّل السنوي المكافئ = $(١+٠,٠٣/٤)^{٤} - ١ = (١+٠,٠٠٧٥)^{٤} - ١ = ١,٠٣٠٣٣٩ - ١ = ٠,٠٣٠٣٣٩$ أو ٣,٠٣٣٩٪

في الخلاصة، نستنتج أنه إذا كانت معدلات الفائدة الاسمية على عدد من الحسابات متطابقة، فكلما زاد عدد مرات تركيب الفوائد، كان ذلك أفضل للمستثمر. ذلك لأن الفائدة تُحتسب على أساس الفائدة المكتسبة سابقاً (تُسمى الفائدة المركبة)، وبذلك يزداد المبلغ الإجمالي للفائدة المكتسبة بمرور الوقت.

١-١-٦ المخاطر

على الرغم من أنَّ الاستثمارات النقدية منتجات بسيطة نسبيًا، إلّا أن هذا لا يعني أنها تخلو من المخاطر، فهي تتعلق أساساً بخطر إفلاس المؤسسة المتلقية للودائع. ويُمكن ملاحظة ذلك بوضوح في حالات انهيار المصارف، كتلك التي حدثت في أثناء الأزمة المالية العالمية.

فيما يأتي بعض المخاطر المرتبطة بالاستثمارات النقدية:

- تتفاوت الجدارة الائتمانية للمؤسسات المعتمدة لقبول الودائع النقدية، ويجب تقييم مخاطر التخلف عن الدفع لدى أيٍّ منها.
- تتغير أسعار الفائدة من حين لآخر، وبذلك تختلف العوائد الناتجة من الودائع النقدية.
- غالباً ما تكون الفائدة المكتسبة أدنى من معدَّل التضخم، وفي هذه الحالة يكون العائد الحقيقيّ سلبياً.
- عند استثمار الأموال في الخارج، تشكّل تقلبات أسعار العملات واختلاف الأنظمة الرقابية مخاطر إضافية.

لهذه الأسباب، عند مقارنة خيارات الاستثمار المتاحة ينبغي دراسةُ المخاطر المحتملة إلى جانب المقارنة بين أسعار الفائدة المتوفرة أيضًا.

بالإضافة إلى ذلك، يجب أن يُؤخذ في الحسبان مدى أيِّ تعويض مستحق الدفع بموجب برامج حماية الودائع المصرفية. وضمان الودائع المصرفية (على النحو المعروف) هو إجراءٌ مطبَّقٌ في العديد من دول العالم لحماية المودِعين في البنوك، سواء كليًّا أو جزئيًّا، من الخسائر الناجمة في حال عجز البنك عن سداد ديونه عند استحقاقها.

توضع أنظمة ضمان الودائع المصرفية لأغراض متنوعة، لكنها ترمي عموماً إلى تعزيز الاستقرار المالي وحماية صغار المدخرين من خسارة مدَّخراتهم في حال تعثر البنك أو انهياره. على سبيل المثال:

- توفر الشركة الفيدرالية للتأمين على الودائع (FDIC) في الولايات المتحدة غطاءً تأمينيًّا لجميع حسابات الودائع وحسابات الودائع في سوق النقد و**شهادات الإيداع (CD)**. يغطي التأمين مبلغًا قياسيًّا قدره ٢٥٠ ألف دولار لكلِّ مودِع، وذلك لكلِّ بنك مشارك في البرنامج، ولكلِّ فئة من فئات ملكية الحسابات.
- في الاتحاد الأوروبي، صدر توجيه يفرض على الدول الأعضاء في الاتحاد إنشاء نظام لضمان الودائع بحيث يغطي أول ١٠٠٪ من الوديعة حتى مبلغ أقصاه ١٠٠ ألف يورو للشخص الواحد لكلّ مؤسسة.
- ثمَّة نظام مشابه في المملكة المتّحدة، حيث يوفّر نظام تعويضات الخدمات المالية (FSCS) ضمان الودائع التي تصل إلى ٨٥ ألف جنيه للشخص الواحد لكلّ مؤسسة معتمدة.

ثمَّة أنظمة مماثلة في بلدان أخرى، سواءً كانت متقدمة أو نامية، لكلّ منها قيودها وحدودها. ولذلك، يجب أن يكون الأفراد على دراية بهذه التفاصيل، ليفهموا مدى الحماية التي تتمتع بها ودائعهم في ولايات قضائية مختلفة.

قد تنصُّ القواعد الصريحة لنظام ضمان الودائع المصرفية على توفير التأمين لجميع عملاء البنك، أو قد ينحصر التأمين في العملاء الأفراد والشركات الصغيرة فقط.

ينبغي أيضًا التنويه إلى أنه في حال تعثر المؤسسة المالية المعتمدة لقبول الودائع، فإنَّ تسوية وضعها وإعادة الودائع إلى المستثمرين فيها سوف يستغرقان بعض الوقت. ويتوقف الجدول الزمني اللازم لتسوية هذه المسألة على مدى التعقيد الذي تنطوي عليه، لكنه يتطلب وقتًا يتراوح بين شهر وستة أشهر عادةً.

على الرغم من أن برامج حماية الودائع المصرفية توفِّر شيئًا من الحماية، إلا أن وجود البرنامج لا ينبغي أن يصرف انتباه المستثمر عن تقييم مخاطر الائتمان بحذر شديد - فالعوائد الأعلى من المعتاد قد تعني مخاطر أعلى من المعتاد أيضًا.

٢-١ أدوات سوق النقد

تخدم أسواق النقد المشاركين في الأسواق المالية والنقدية من شركات ومؤسسات، وعادةً ما يجري التمييز بين سوق المال وسوق النقد، حيث يشير المصطلح الأخير عادةً إلى الاقتراض والإقراض لمدة عام أو أقل.

من السمات المميزة لأسواق النقد إصدار **الأوراق المالية القابلة للتداول** قصيرة الأجل وتداولها و**استردادها** حيث تصدر بأجل **استحقاق** يصل عادةً إلى سنة واحدة على الرغم من أنّ الأجل الأكثر شيوعاً لا يتجاوز ثلاثة أشهر.

غالباً ما تكون الحدود الدنيا للاشتراك في السوق عن طريق الاستثمار المباشر في أدوات سوق النقد مرتفعة نسبياً، ومن ثم فإنّ هذا النوع من الاستثمار قد يكون أكثر ملاءمة للمستثمرين المؤسسيين. لكن أدوات سوق النقد متاحة أمام المستثمرين الأفراد بصورة غير مباشرة بواسطة صناديق أسواق النقد.

١-٢-١ أنواع أدوات سوق النقد

يلخِّص الجدول أدناه الفئات الرئيسة لأدوات سوق النقد.

الأدوات النقدية (كالودائع واتفاقيات إعادة الشراء)	• ودائع سوق النقد هي ودائع ذات أجل ثابت لا يتجاوز عامًا واحدًا لدى البنوك ومؤسسات الأوراق المالية، وتُعرف أيضًا باسم الودائع لأجل. وهذه الأدوات غير قابلة للتداول، وعليه لا يمكن استردادها قبل تاريخ الاستحقاق. • **اتفاقية إعادة الشراء (الريبو)** عبارةٌ عن اتفاقية بيع وإعادة شراء، وهي تشبه القرض المضمون. عادةً ما تتيح اتفاقية إعادة الشراء لحامل الأوراق المالية إمكانية جمع تمويل نقدي باستخدام الأوراق الماليّة كضمان، في حين تمكّن مقرض النقود من الحصول على ضمانات عالية الجودة لقاء القرض. وهذا يضفي على الأسواق سيولةً لا غنى عنها.
أذون الخزانة (Treasury Bills)	• تصدر **أذون الخزانة** عن الحكومات بخصم على **القيمة الاسمية** وتُسترد بقيمتها الاسمية (وتُسمى أيضاً قيمتها الصورية)، فمثلاً قد يصدُر إذن خزانة بسعر ٩٩,٥٠ دولار أمريكي من الحكومة الأمريكية ويُستردُ بمبلغ يُعادل قيمته الاسميّة، أي ١٠٠ دولار أمريكي. • مُعظم الحكومات التي تصدر أذون الخزانة عادةً ما تصدرها بآجال تستمر لثلاثة أشهر وستة أشهر واثني عشر شهراً. تُعَدّ أذون الخزانة عالية السيولة وتُستخدم بوصفها المعيار المرجعي لسعر الفائدة الخالي من المخاطر (مع حدٍّ أدنى من المخاطر في الواقع) عند تقييم العوائد المتاحة على فئات الأصول الأخرى. • تُستخدم أذون الخزانة بوصفها أداة من أدوات السياسة النقدية لامتصاص فائض السيولة في أسواق النقد وذلك بهدف الحفاظ على أسعار الفائدة قصيرة الأجل في السوق، أو سعر النقود، قريبةً من معدل الفائدة الأساسي قدر الإمكان.
شهادات الإيداع (CDs)	• شهادات الإيداع هي **أوراق مالية لحاملها** أي أنّ الشخص الذي يحمل شهادة الأسهم أو "حاملها" هو المالك) قابلة للتداول تُصدِرها البنوك التجارية مقابل ودائع بآجال ثابتة. ولهذه الشهادات أجلٌ معيَّن (بآجال تصل إلى خمس سنوات) وسعر فائدة ثابت، يتم تحديده هامشياً أعلى من السعر السّائِد لوديعةٍ مصرفيّة لأجل ثابت مكافئة. يمكن لحامل شهادات الإيداع الاحتفاظ بها حتى موعد الاستحقاق أو استرداد الضمان في سوق النقد متى احتاجَ إلى بعض السيولة النّقديّة. • كما توجد وسائل مهمة وضرورية يمكن للمصارف بواسطتها اقتراض الاحتياطيات النقدية أو إقراضها فيما بينها. • لمّا كانت شهادة الإيداع **ورقة مالية ذات فائدة ثابتة**، فإنّ سعرها يتذبذب تبعاً للخاصية التنافسية لسعر الفائدة مقارنة بالعوائد السائدة، ما يمنح حملتها فرصة تحقيق أرباح على (أو خسائر) محتملة على رأس المال، في حال البيع قبل موعد الاستحقاق المحدّد. • يُستخدم مصطلح "شهادات الإيداع"، في الولايات المتّحدة وبعض الأسواق الأخرى، لحسابات التوفير لأجل معيّن أو بإشعار أيضاً، وغالباً ما تكون هذه الحسابات مخصصة، وتُسمى شهادات إيداع قابلة للتداول أو شهادات إيداع ضخمة.
الورقة التجارية (Commercial Paper)	• **الورقة التجارية** هي الأوراق المالية لحاملها القابلة للتداول بدون ضمان أو السندات الإذنيّة القصيرة الأجل التي تصدُرها الشركات الحائزة على إدراج كامِل للأسهُم في البورصة. وبذلك، فهي المكافئ التجاري لأذون الخزانة. • تصدر هذه الأوراق بخصم على القيمة الاسمية، وللأوراق التجارية الصادرة في الولايات المتحدة آجال استحقاق قد تصل إلى ٢٧٠ يوماً (لكنها تناهز ٣٠ يوماً في المتوسّط). ويجري استردادُها بالقيمة الاسمية، لذلك فإنّ عائد الورقة التجارية يقتصر كلياً على الأرباح الرأسمالية. وهذا يعكس أيّ فرق بين سعر الشراء والقيمة الاسميّة عند الاسترداد، بالإضافة إلى أيّ فائدة مكتسبة خلال فترة الامتلاك.

الكمبيالات التجارية (Bills of Exchange)	• الكمبيالة التجارية هي أداة تمويل أخرى قصيرة الأجل يُمكن للشركات أن تصدرها. • تُعدّ الكمبيالة التّجاريّة في الأساس فاتورة لتوريد السلع والخدمات، حيث تُبيّن المبلغ المستحق وتاريخ استحقاق دفعه من قبل مستلِم المُعاملة التجارية. وبمجرد قبول الطرف المتلقي لهذه السلع والخدمات الالتزامَ بسداد هذا المبلغ في تاريخ الاستحقاق المحدّد رسميّاً، تُصبح الأداة سنداً لحامله قابلاً للتداول، ويمكن تداولها بخصم على قيمتها الاسمية حتى تاريخ الاستحقاق. • لتقليل مخاطر الائتمان المرتبطة بامتلاك هذه الكمبيالة إلى الحدّ الأدنى، ولتقليل الخصم الذي يتم بيعها به، يجوز لجهة الإصدار الحصول على القبول الرسمي لبنك مؤهّل بضمان القيمة الاسمية للكمبيالة عند موعد الاستحقاق.

١-٢-٢ العوائد

يتجلّى العائد على أداة سوق النقد إما في صيغة دخل أو مكاسب رأسمالية. ومن ثَم توجد فئتان رئيستان من أدوات سوق النقد:

- الأدوات المسعَّرة على أساس **الدخل**
- الأدوات المسعَّرة على أساس الخصم.

أنواع أدوات سوق النقد	
الأدوات المسعَّرة على أساس الدخل	• أدوات مالية تُدفع عليها فوائد. • تصدر بقيمتها الاسمية الكاملة ويتمثَّل عائد المستثمر في الدخل أو أقساط الفائدة. • من أنواعها: ودائع سوق النقد، والقروض، وشهادات الإيداع، وبعض أشكال الورقة التجارية (CP).
الأدوات المسعرة على أساس الخصم	• تكون هذه الأدوات إما أدوات مالية بسعر مخصوم أو **سندات صفرية (بلا فوائد)**. • تصدر بخصم على قيمتها الاسمية، وتُسترد بالقيمة الاسمية الكاملة عند الاستحقاق. • يتمثَّل العائد الذي يجنيه المستثمر في الفارق بين سعر الشراء المخصوم والقيمة الاسمية للورقة المالية. • من أنواعها: أذون الخزانة، ومعظم أشكال الورقة التجارية.

يُشار إلى التاريخ الذي يبدأ عنده احتساب عائد الأداة المالية باسم تاريخ القيمة (أي بداية أجلها حتى الاستحقاق). وإذا كانت الأداة قابلة للتداول، فيجوز للمقرض بيعها في السوق الثانوية، ومن ثَم يُدفع أصل المبلغ للشخص الذي يملك الأداة في تاريخ الاستحقاق.

١-٢-٣ المخاطر

أدوات سوق النقد هي استثمارات لا يتجاوز عمرها العام. ويُمكن أن تُباع في خلال مدة قصيرة للغاية، هي عادةً يوم واحد. وبفضل خصائصها البسيطة وضخامة حجم المشاركين في السوق، فإنها تتميز بمستويات عالية من السيولة.

تمتاز أسواق النقد المقوَّمة بالدولار واليورو والجنيه الإسترليني تحديدًا بعمقها وسيولتها العالية. إذ تتمتع الجهات المصدرة في هذه الأسواق بجدارة ائتمانية عالية ممّا يعني توفر أدوات مالية ذات جودة فائقة. والمستثمرون في هذه الأسواق هم المصارف في المقام الأول، حيث تقوم بتحويل الاحتياطيات النقدية حول العالم والمضاربة على حركة أسعار الفائدة وأسعار الصرف، ومن ثَم تظل مستويات التداول في السوق مرتفعة.

بفضل تاريخ الاستحقاق القصير لأدوات سوق النقد والجودة العالية لمُصدريها، فإنَّ مخاطرَ الاستثمار في هذه الأدوات منخفضة، ونتيجة لذلك تكون عوائدها منخفضةً للغاية أيضًا. هذا وتختلف العوائد باختلاف مستوى الجدارة الائتمانية للجهة المُصدرة، وتُصنَّف أذون الخزانة في قعر منحنى المخاطرة والعائد، في حين تُصنَّف الورقةُ التجارية التي مدتها عامٌ واحد في قمَّته.

١-٣ صناديق سوق النقد

تُستخدم أدوات سوق النقد بصورة أساسية من قبل عمليات إدارة الخزانة في المصارف المركزية والمصارف الدولية والشركات متعدّدة الجنسيات، كما يتم تداولها في سوق متطورة للغاية، لكنّ هذا لا يعني أنها لا تمارس أيّ دور في إدارة الاستثمارات في محفظة العميل، إذ يمكن أن تؤدّي دوراً مفيداً وحيوياً، لكن لا يُمكن الحصول عليها إلا بواسطة صناديق استثمار مختصة.

يتضمن صندوق سوق النقد أدوات مالية قصيرة الأجل ينبغي أن تكون أقل **تذبذباً** نسبياً. ولتقييم ما إذا كان صندوق سوق النقد ملائماً لضمّه إلى المحفظة أم لا، يجب على المستشار المالي دراسة عدة أمور رئيسة، منها:

- المُعدَّل النسبي للعائِد مقارنةً باحتساب سوق النقد أو غيره من الودائع النقدية.
- الرسوم ومعدلات الضرائب (**ضريبة الأرباح الرأسمالية** أو ضريبة الدخل) التي سوف تدفع وتأثيرها على العوائد.
- سرعة الوصول إلى المال عند الحاجة إلى سحبه.
- الأصول المكوّنة للصندوق (والمخاطر المرتبطة بها تالياً، وما إذا كان من المتوجّب على العميل الفرد الاستثمار في أيّ من تلك الأصول).
- كيفية تقييم الجدارة الائتمانية للأصول المكوّنة للصندوق.
- مُعدّل العائد مُقارنةً بصناديق سوق النقد الأخرى، وسبل تحقيق ذلك العائد.
- الخبرة التي يتمتع بها فريق إدارة الصندوق.
- قد لا يكون ممكناً استرداد أدوات سوق النقد إلا في التاريخ المحدد لانتهاء الأجل الثابت. فإذا كان الصندوق في حاجة إلى مستويات غير متوقعة من السيولة، قد لا يكون من الممكن تصفية هذه الأدوات.
- لا تقدم عادةً أي من برامج حماية الودائع التغطية اللازمة لصناديق أسواق النقد كما هو حال حسابات أسواق النقد والحسابات المصرفية العادية.

يجب على المستثمرين أن يكونوا على دراية بالاستثمارات التي تشملها صناديق أسواق النقد هذه، لأنها لا تستثمر دائماً في استثمارات من الدرجة الاستثمارية (أي من الدرجة الممتازة) أو استثمارات مكوّنة للصندوق. ويُعَدّ ارتفاع **العائد** على بعض الصناديق مقارنةً بأسعار السوق السائدة مؤشراً واضحاً على ما يمكن أن تحتويه صناديق أسواق النقد. كما أنه بالمقارنة مع امتلاك النقد، يمكن أن يترتّب على بيع هذه الصناديق (حين تُباع) ضريبة على الأرباح الرأسمالية لأغراض ضريبة الدخل، أو زيادة الضريبة على الدخل في حال كانت في الخارج.

يمكن لصناديق سوق النقد القيام بعدة أدوار داخل محفظة العميل، منها:

- ملاذ قصير الأجل للأرصدة النقدية
- تعمل بمثابة بديل عن السندات والأسهم العادية في محفظة تضم فئات متعددة من الأصول لخفض درجة التذبذب العام للمحفظة
- تعمل بوصفها جزءاً من إستراتيجية **توزيع الأصول** في المحفظة، وذلك للحصول على عوائد أعلى من العوائد على الاستثمار في النقد.

ومن المحتَمل أن تقدم صناديق سوق النقد ملاذاً آمناً في أوقات انهيار أسواق الأوراق المالية. فعندما تشهد الأسواق مرحلة انتعاش طويلة الأمد ومن ثُمّ تبدأ التوقعات الاقتصادية في التشاؤم، من الممكن أن يرغب أحد المستثمرين في تحقيق أرباح استثماراته عندما تبلغ دورة سوق الأوراق المالية ذروتها واستثمار الأموال التي جناها عند هذا الحدّ في أسواق النقد لحين ظهور فرص استثمار أفضل. ويمكن استخدام التبرير المنطقي ذاته لتعليل غياب الرغبة لدى المستثمر في استثمار مبلغ نقدي جديد عندما تبلغ دورة السوق ذروتها. وبفضل طبيعة أدوات سوق النقد، فإنها يمكن أن تقدم استثماراً بديلاً لا ينطوي على أي مخاطر جسيمة.

في إطار توزيع الأصول في المحفظة بشكل طبيعي، يتم تخصيص نسبةٍ من الموارد المالية في المحفظة للاحتفاظ بها على صورة نقد، لذا يمكن لصناديق سوق النقد أن تكون وسيلة للاحتفاظ بتوزيعات الأصول هذه، ويتوقف ذلك على الأسعار المعروضة عند مقارنتها مع غيرها من الحسابات التي يمكن الوصول إليها بسهولة.

باختصار، يُمكن أن تلعب صناديق سوق النقد دوراً محورياً في محظة الاستثمار، لكن يجب أن نتذكر أنها تبقى عرضةً لبعض المخاطر. فأدوات سوق النقد قصيرة الأجل بطبيعتها، مما يوفّر لها الحماية عند ركودها، غير أن أسعار الفائدة تتذبذب كثيراً على الأمد القصير، لذلك تظل عرضةً للمخاطر؛ وقد لا يتمتع المستثمرون بحماية نظام حماية ودائع.

٢- سوق العملات الأجنبية (FX)

هدف التعلّم	
٣-٢-١	معرفة البنية الأساسية لسوق العملات الأجنبية: تسعير العملات؛ التسوية
٣-٢-٢	التمكُّن من حساب سعر الصرف الآجل باستخدام معادلة تعادل أسعار الفائدة

نتيجة العولَمة المتزايدة، شهِدت الأسواق المالية نمواً هائلاً في حركة رؤوس الأموال الدولية، لدرجة أن أكثر من ٦ تريليون دولار تتدفق يومياً عبر مراكز الصرف الأجنبي العالمية، علماً أنّ أكثر من ثلث هذا المبلغ يمرّ عبر مدينة لندن وحدها. ولا يزال الدولار الأمريكي العملة الأكثر تداولاً في العالم، ويعدّ الرصيد الاحتياطي الرئيس في العالم أو الملاذ الآمن.

ليس لسوق الفوركس سوقٌ مركزية، بل تتكّون سوق الفوركس من شبكة دولية من المصارف الكبرى وتجار العملات، تصنع كلٌّ منها سوقاً في مجموعةٍ من العملات في سوقٍ تطغى عليها السمة الدولية حقاً. وقد أصبح التداول بالعملات متوفر على مدار ٢٤ ساعة، حيثُ يمكن أن يحصل في مناطق زمنية مُختلفة في آسيا وأوروبا وأمريكا. وأضحت لندن أكبر سوق للفوركس في العالم. ومن المراكز الكبيرة الأخرى: الولايات المُتّحدة (نيويورك) واليابان (طوكيو) وسنغافورة.

سوق العملات على مدار الساعة

تعمل سوق العملات الأجنبية ٢٤ ساعة يومياً، إلا أنها قد لا تكون نشطة دائماً طوال اليوم، وتُغلق رسمياً في عطلة نهاية الأسبوع، إذ يمكن تقسيم تداولات سوق العملات إلى أربع جلسات تداول– جلسة سيدني، وجلسة طوكيو، وجلسة لندن، وجلسة نيويورك. ويُظهر الجدول أدناه أوقات إغلاقها. (لاحظ أن هذه المواعيد تتغير خلال العام في الدول التي تعمل بحسب التوقيت الصيفي خلال الشتاء).

جلسة		التوقيت المحلي	توقيت غرينتش
سيدني	تفتح عند	السابعة صباحاً	الثامنة مساءً
	تغلق عند	الرابعة مساءً	الخامسة صباحاً
طوكيو	تفتح عند	التاسعة صباحاً	الثانية عشرة مساءً
	تغلق عند	السادسة مساءً	التاسعة صباحاً
لندن	تفتح عند	الثامنة صباحاً	الثامنة صباحاً
	تغلق عند	الرابعة مساءً	الرابعة مساءً
نيويورك	تفتح عند	الثامنة صباحاً	الواحدة مساءً
	تغلق عند	الخامسة مساءً	العاشرة مساءً

نلاحظ أن فترة من الوقت تفصل بين جلستي التداول، وتفتح خلالها جلستان في الوقت نفسه. ينتج عن هذا حجم تداول أكبر، لذلك غالباً ما تكون هذه الفترات هي الأكثر نشاطاً خلال يوم التداول.

يحصل تداول العملات الأجنبية دائما في أزواج، أي أزواج العملات حيث يتم شراء عملة واحدة وبيع الأخرى مقابلها، وتشكّل الأسعار التي تباع بها العملات وتشترى ما يسمَّى سعر الصرف. عند عرض سعر الصرف لعملتين، يُختَصَر اسم كل عملة إلى مرجِع مُكوّن من ثلاثة منازِل؛ فعلى سبيل المثال، يتم اختصار الجنيه الإسترليني بالرمز GBP. أكثر أزواج العملات تداولاً:

- الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني (USD/JPY).
- اليورو مقابل الدولار الأمريكي (EUR/USD).
- الدولار الأمريكي مقابل الفرنك السويسري (USD/CHF).
- الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي (GBP/USD).

عند تسعير العملات، تسمّى العملة الأولى **العملة الأساس** (base currency) والعملة الثانية العملة المُقابلة (counter) أو quote currency. وتساوي العملة الأساس دائماً وحدةً واحدة من تلك العملة، وبعبارة أخرى، جنيهاً إسترلينياً واحداً أو دولاراً واحداً أو يورو واحداً. على سبيل المثال، إذا كان سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي يساوي ١: ١,١٦٥٠، فإنّ هذا يعني أن كلّ ١ يورو يساوي ١,١٦٥٠ دولار. وفي أيّ زوج للعملات، دائماً ما تكون بعض العملات هي المعدَّل الأساس؛ على سبيل المثال، عادةً ما يُسعّر اليورو (EUR) والجنيه الإسترليني (GBP) والدولار الأسترالي (AUD) والدولار النيوزيلندي (NZD) على أنّه العملة الأساس في معظم الأزواج. علاوةً على ذلك، إذا كان زوج العملات لا يتضمن الدولار الأمريكي، يُعرف باسم أزواج العملات المتقاطعة (على سبيل المثال، اليورو مقابل الين الياباني).

عندما يتم تسعير أزواج العملات، يقوم **صانع السوق** أو تاجر العملات الأجنبية بتوفير سعر العرض وسعر الطلب. وبالنظر إلى مثال اليورو/الدولار الأمريكي، قد يكون السعر –١,١٦٤٠/٦٠ - لاحظ أن اليورو لم يتم ذكره، حيث أن المعيار المعتاد هو أن العملة الأساس تعادل دائماً وحدة مفردة. لذا، إذا أردت شراء ١٠٠,٠٠٠ يورو، فستضطر إلى دفع أعلى السعرين إذ أنك تسلّم ١١٦,٦٠٠ دولار أمريكي. (أي ١٠٠,٠٠٠ يورو x ١,١٦٦٠)؛ واذا أردت بيع ١٠٠,٠٠٠ يورو، فستحصل على أقل السعرين إذ تستلم ١١٦,٤٠٠ دولار أمريكي (أي ١٠٠,٠٠٠ يورو x ١,١٦٤٠).

تُعرف سوق العملات الأجنبية بأنّها سوق خارج الأسواق الرسمية، أي، المكان حيث يتفاوض الوسطاء والتجار مباشرة بعضهم مع بعض. ويتمثّل المشاركون الرئيسون بالبنوك الدولية الكبرى، التي تزود السوق بالأسعار باستمرار. ومن بين أبرز المشاركين في أسواق العملات المصارف المركزية، التي يتم اللجوء إليها سعياً وراء ضبط العرض النقدي والتضخم وأسعار الفائدة.

يعلن كل مصرف عن أحدث أسعاره، أو أسعار الصرف، عبر الموردين التجاريين ويُجري الصّفقات عن طريق منصّات تداول الفوركس. يجري تسليم الصفقات المبرَمة في سوق المعاملات الفورية (Spot market) وتسويتها في غُضون يومي عمل من تاريخ إبرام المعاملة المالية، أي على أساس **تي +٢ (T+2).**

تتم التسوية من خلال النظام المصرفي الدولي في جميع أنحاء العالم. وتحتفظ البنوك بحسابات مع بعضها البعض وفروعها الخارجية والشركات التابعة لها، والتي تتم من خلالها التسوية.

هناك نوعان من المعاملات التي تجري في سوق العملات الأجنبية:

- **المعاملات الفورية (Spot transactions)**: صفقات العملات الفورية التي تُسوّى بعد يومي عمل من تاريخ التداول (أي، تي+٢).
- **الصفقات الآجلة (Forward transactions)**: تشمل صفقات العملة التي يتم الاتّفاق على تنفيذها في تاريخ مستقبلي بمعدّل صرف ثابت يحدَّد عند إبرام الصفقة.

يُعَدّ عقد الصرف الآجل اتفاقية بين طرفين لشراء أو بيع عملة أجنبية بسعر صرف ثابت من أجل تسويتها في تاريخ مستقبلي. و**سعر الصرف الآجل** هو سعر الصرف المحدد اليوم رغم أن تسوية المعاملة لن تتم إلا في وقت متفق عليه في المستقبل، على سبيل المثال في خلال ٩٠ يوماً.

وتتمثّل العلاقة بين سعر الصرف الفوري وسعر الصرف الآجل لعملتَين بالفارق بين سعر الفائدة الاسمية الخاص بكل منهما خلال الفترة المحددة؛ فهذه العلاقة هي علاقة حسابية رياضية ولا تمتّ بصلة إلى توقعات السوق.

بعبارات أبسط، فإنَّ المنطق الكامن وراء نظرية تعادل أسعار الفائدة هو أن سعر الصرف الآجل يجب أن يجعل المستثمرين غير مبالين بأسعار الفائدة المتاحة على الودائع المصرفية في البلدان المعنية. يمكن ملاحظة ذلك من خلال المثال أدناه:

مثال - حساب السعر الآجل

إذا أردنا حساب **السعر الآجل** لثلاثة أشهر من الآن للجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي، فإننا نحتاج إلى معرفة **سعر الصرف الفوري** للجنيه مقابل الدولار حاليًا بالإضافة إلى أسعار الفائدة على مدى الأشهر الثلاثة القادمة في كلٍّ من المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية:

سعر الصرف الفوري للجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي = ١,٢٥.

معدّل الفائدة لمدة ثلاثة أشهر في المملكة المتحدة: ٠,٥٠٪، وفي الولايات المتحدة الأمريكية: ١٪. لكنَّ معدَّلات الفائدة هذه مسعَّرة على أساس سنوي، لذا ينبغي علينا حسابها على أساس ربع سنوي (ثلاثة أشهر):

سعر الفائدة لمدة ثلاثة أشهر في المملكة المتحدة = ٠,٥٠٪ ÷ ٤ = ٠,١٢٥٪.

سعر الفائدة لمدة ثلاثة أشهر في الولايات المتحدة الأمريكية = ١,٠٠٪ ÷ ٤ = ٠,٢٥٪.

ومن ثَم نستطيع حساب السعر الآجل باستخدام معادلة تعادل أسعار الفائدة:

$$\text{السعر الآجل} = \text{السعر الفوري} \times \frac{1 + \text{سعر الفائدة على المدى القصير بالعملة المسعَّرة}}{1 + \text{سعر الفائدة على المدى القصير بالعملة الأساس}}$$

بما أن سعر الفائدة في المملكة المتحدة في هذا المثال أعلى منه في الولايات المتحدة، فإنَّ السعر الآجل أعلى. ولو كان سعر الفائدة في المملكة المتحدة أدنى منه في الولايات المتحدة، لكان السعر الآجل أقل.

بالتعويض في المعادلة أعلاه، نحصل على سعر الصرف الآجل لثلاثة أشهر:

$$\text{السعر الآجل} = 1{,}25 \times \left[\frac{1 + 0{,}00125}{1 + 0{,}00025}\right] = 1{,}2516$$

إذا كان المستثمر سيشتري ١٢٥ ألف دولار، فسيحتاج إلى تسليم ١٠٠ ألف جنيه إسترليني.

كما ذكرنا أعلاه، بعد ثلاثة أشهر، على السعر الآجل أن يؤدي إلى اللامبالاة بفرق سعر الفائدة.

بالتالي، إذا احتفظ المستثمر بمبلغ ١٠٠ ألف جنيه إسترليني واستثمرها لمدة ثلاثة أشهر بنسبة ٠,١٢٥٪، فسيحصل على ١٠٠,١٢٥ جنيه إسترليني في نهاية الفترة. أما إذا كان لديه ١٢٥ ألف دولار واستثمر لمدة ثلاثة أشهر بنسبة ٠,٢٥٪ ، فسيصبح لديه ١٢٥,٣١٢,٥٠ دولار في نهاية الفترة.

	اليوم	سعر الفائدة	الفائدة لهذه الفترة	القيمة في نهاية الفترة
جنيه إسترليني	١٠٠,٠٠٠,٠٠	٠,١٢٥٪	£ ١٢٥,٠٠	£ ١٠٠,١٢٥,٠٠
دولار أمريكي	١٢٥,٠٠٠,٠٠	٠,٢٥٪	$ ٣١٢,٥٠	$ ١٢٥,٣١٢,٥٠

- يجب أن يكون السعر الآجل ١٢٥,٣١٢,٥٠ دولار أمريكي معادلاً لمبلغ ١٠٠,١٢٥ جنيه إسترليني، لذلك ١٢٥,٣١٢,٥٠/ ١٠٠,١٢٥ = ١,٢٥١٦.

في الأعمال اليومية، يتم تسعير السعر الآجل المباشر كنقاط آجلة يتم إضافتها أو خصمها من السعر الفوري للوصول إلى السعر الآجل. وتتم إضافة **العلاوة** إلى السعر الفوري ويتم خصم الخصومات من السعر الفوري للوصول إلى السعر الآجل. ويوجد طريقتان لمعرفة ما إذا كانت النقاط الآجلة هي في علاوة أو **خصم**: تحليل أسعار الفائدة أو تحليل عرض الأسعار.

تحليل أسعار الفائدة

- يعتمد الأمر على أسعار الفائدة فيما إذا كانت العملة في علاوة أو خصم.

العملة الأساس		العملة المسعَّرة		
إذا كان سعر الفائدة	أقل من	سعر الفائدة	=	علاوة
إذا كان سعر الفائدة	أعلى من	سعر الفائدة	=	خصم

تحليل عرض الأسعار

- يتم تسعير النقاط الآجلة مع أسعار العرض والطلب، تماماً مثل الأسعار الفورية. ويبيع مستخدم السوق بسعر العرض ويشتري بسعر الطلب.

العرض	أعلى من	الطلب	=	خصم
العرض	أقل من	الطلب	=	علاوة

على سبيل المثال، مع استخدام أسعار افتراضية، إذا كانت الأسعار الفورية والنقاط الآجلة لشهر واحد هي:

	جنيه إسترليني/دولار أمريكي	يورو/دولار أمريكي
السعر الفوري	١,٢٥٢٠-١,٢٥٠٠	١,١٦٦٠-١,١٦٤٠
شهر واحد	١٩-٢٠	١٥-١٦

تكون الأسعار الآجلة للجنيه الإسترليني/الدولار الأمريكي واليورو/الدولار الأمريكي هي كالتالي:

- **الجنيه الإسترليني/الدولار الأمريكي** - سعر العرض الآجل لشهر واحد هو أعلى من سعر الطلب. ويعني ذلك أن سعر الجنيه الإسترليني/الدولار الأمريكي في خصم ويجب طرح النقاط الآجلة كما هو موضح أدناه:

الجنيه الإسترليني/الدولار الأمريكي	العرض	الطلب
السعر الفوري	١,٢٥٠٠	١,٢٥٢٠
النقاط الآجلة (خصم)	٢٠	١٩
السعر الآجل المباشر	١,٢٤٨٠	١,٢٥٠١

- **اليورو/الدولار الأمريكي** - سعر العرض الآجل لشهر واحد هو أقل من سعر الطلب. هذا يعني أن اليورو/الدولار الأمريكي في علاوة ويجب إضافة النقاط الآجلة إلى السعر الفوري كما هو موضح أدناه:

اليورو/الدولار الأمريكي	العرض	الطلب
السعر الفوري	١,١٦٤٠	١,١٦٦٠
النقاط الآجلة (علاوة)	١٥	١٦
السعر الآجل المباشر	١,١٦٥٥	١,١٦٧٦

٣- السندات (Bonds)

هدف التعلّم	
٣-٣-١	معرفة السمات الأساسية للسندات: المخاطر؛ معدَّل الفائدة (بما في ذلك معدلات الفائدة السالبة)؛ السداد؛ التداول؛ القيمة الاسمية وسعر السوق؛ سعر الفائدة (القسيمة)؛ التصنيف الائتماني
٣-٣-٢	فهم العوائد على السندات: **العوائد الجارية**؛ العوائد حتى الاستحقاق؛ العوائد الرأسمالية؛ تحركات الأسعار والمخاطر؛ منحنيات العائد

السند هو ببساطة قرض. فعندما تحتاج شركةٌ أو حكومة إلى جمع التمويل من أجل تمويل استثماراتها، يمكنها إما اقتراض المال من المصرف الذي تتعامل معه، أو إصدار سند للحصول على التمويل الذي تحتاج إليه عن طريق الاقتراض من عموم المستثمرين.

لذلك يُعدُّ السند أداة دَين – بمعنى أنه ورقةٌ مالية تمثِّل قرضًا يُسدَّد للغير. عندما يشتري مستثمر (يُعرف باسم الحامل) سندًا، فإنه بذلك يقرض المال لحكومة أو شركة أو أي جهة أخرى (تُعرف باسم الجهة المصدرة). وبالمقابل، يتعهد المقترض بدفع عائد أو سعر فائدة محدَّد في أثناء عمر السند للمستثمر، وبدفع أصل المبلغ المقترض بحلول تاريخ استحقاق معيَّن.

٣-١ السمات الأساسية للسندات

يشار إلى السندات غالبًا بأسماء مختلفة من أشهرها: السندات، وأدوات الدَّين، وأدوات الائتمان، والقروض، والأوراق المالية ذات الفائدة الثابتة. وتتميز السندات عادةً بخصائص أساسية معيَّنة.

يمكن تعريف الورقة المالية ذات الفائدة الثابتة بأنها أداةٌ قابلة للتداول صادرةٌ عن مقترض وذات أجل محدَّد، في أثنائه يُدفع لحامل الأداة المالية سعرُ فائدة ثابت ومحدَّد مسبقًا على أساس القيمة الاسمية للقرض، وذلك حتى تاريخ الاستحقاق وسداد أصل المبلغ.

تتوفر في السوق مجموعة متنوعة من السندات، ولكننا سنوضح خصائصها الأساسية من خلال مثال وهو سند من سندات الخزانة الأمريكية سعر فائدته ٢٪ ويستحق في عام ٢٠٤١. صدر هذا السند عن الحكومة الأمريكية في شهر نوفمبر عام ٢٠٢١، ويستحق في عام ٢٠٤١، وسنفترض في مثالنا هذا أنَّ مستثمرًا اشترى منه عند إصداره ما قيمته الاسمية ١٠ آلاف دولار.

المُصدِر وعنوان السند

المُصدر هو المنظمة التي تصدر السند وتجمع التمويل. وفي هذه الحالة، المُصدر هو حكومة الولايات المتحدة. يمكن أن تصدر السندات عن مجموعة واسعة من المقترضين، بما في ذلك المنظمات الدولية (مثل البنك الدولي)، والحكومات، والوكالات الحكومية، والحكومات المحلية، والشركات.

عادةً ما يشير عنوان السند إلى مُصدِره ونوعه.

الإصدار

يمكن إصدار السندات بطرق مختلفة. إذ تختلف طريقةُ إصدارها تبعًا لما إذا كان المُصدر حكومة أو شركة:

- تُعدُّ الحكوماتُ من كبار المقترضين في العالم، لذا فإن لديها وكالاتها الخاصة التي تتولى إصدار السندات، فيصدرون السندات على نحوٍ منتظم لاقتراض الأموال لتغطية صافي متطلباتهم النقديّة (أي لتغطية الفجوة بين المبلغ الذي يتلقونه من الضرائب والمبلغ المطلوب للإنفاق الحكومي).
- في المقابل، فإنَّ الشركات تصدر سندات لزيادة رأس المال لأسباب عدة، مثل تنمية الأعمال التجارية أو شراء معدات؛ وبذلك، فإنَّها تصدر السندات على نحوٍ غير منتظم. وبالنتيجة، فإنَّها بحاجة إلى خدمات متخصصة من شركات متخصصة بجمع التمويل للمقترضين من الشركات.

عند إصدار السند لأول مرة، يقال إنه صادرٌ في **السوق الأولية**، وذلك تمييزًا عن عمليات بيع السند وشرائه لاحقًا في السوق الثانوية (في البورصة على سبيل المثال).

تصدر السندات بسعر يُحدَّد عادةً في صيغة سعرٍ معيَّن لكلِّ ١٠٠ جنيه إسترليني و١٠٠٠ دولار أمريكي و١٠٠ يورو (وهكذا) من القيمة الاسمية للسند. وقد يصدر السند إما بالقيمة الاسمية، مما يعني ببساطة أن كلَّ ١٠٠ جنيه إسترليني من السند تصدر بسعر ١٠٠ جنيه إسترليني أو ما إلى ذلك، أو قد يصدر بخصم أو علاوة على قيمته الاسمية. وفي مثالنا عن سند الخزانة الأمريكية المذكور أعلاه، صدر هذا السند بمتوسط سعر يقارب ٩٨,٩٤، وهذا يعني أن المستثمر الذي اشترى سندات قيمتها الاسمية ١٠ آلاف دولار قد دفع ثمنها ٩٨٩٤ دولارًا. (لاحظ أنه قد جرت العادة في أسواق السندات على تسعير الإصدار على أساس يعادل كل ١٠٠ جنيه إسترليني أو ما إلى ذلك من القيمة الاسمية للسند).

في الولايات المتّحدة، من الشائع أن تكون للسندات قيمة اسمية قدرها ١٠٠٠ دولار أمريكي، لكن في بعض الحالات قد تكون قيمتها الاسمية ١٠٠ دولار أمريكي، كما في حالة سندات الخزانة ٢٠٤١ بنسبة ٢٪ في مثالنا.

القيمة الاسمية

القيمة الاسمية (أو الصورية أو الأصلية) لسند هي مقدارُ ما اشتراه المستثمر من السند، وينبغي عدم الخلط بينها وبين المبلغ المستثمر أو تكلفة الشراء. فالقيمة الاسمية هي المبلغ الذي تُدفع عليه الفوائد، وكذلك المبلغ الذي سيُدفع للمستثمر في نهاية عمر السند. وتُعرف أيضًا باسم "القيمة عند الإصدار" أو "القيمة الصورية" أو "القيمة الأصلية" للسند.

في مثالنا أعلاه، تبلغ القيمة الاسمية للسندات التي اشترك بها المستثمر ودفع لقاءها ١٠,٠٠٠ دولار، ولا ينبغي الخلط بينها وبين المبلغ الذي دفعه ثمناً لها (أي ٩,٨٩٤ دولاراً) أو قيمتها السوقية الحالية.

القسيمة (الكوبون)

تصدر معظم السندات بسعر فائدة ثابت محدَّد مسبقًا، يُعرف باسم **قسيمة السند**.

على النقيض من ذلك، فإنَّ السندات المرتبطة بالمؤشرات، والمعروفة أيضاً بالسندات المرتبطة بالتضخم وقسائم الدفع وعائدات الاسترداد تُعدَّل بحسب تأثير التضخم. وعادةً ما تمتد الفجوة بين حركة مؤشر التضخم وتعديل التدفق النقديّ للسندات لثلاثة أشهر.

بالإضافة إلى ذلك، تدفع **السندات بسعر فائدة متغيّر** قسائم تُعدَّل دورياً بما يتماشى مع سعر الفائدة، مثل متوسط سعر الفائدة على القروض بين البنوك لليلة واحدة بالجنيه الإسترليني (SONIA) في المملكة المتّحدة أو معدَّل الفائدة على القروض المضمونة بين البنوك لليلة واحدة في الولايات المتحدة (SOFR) في الولايات المتحدة. ويقيس كلٌ من متوسط سعر الفائدة على القروض بين البنوك لليلة واحدة بالجنيه الإسترليني ومعدَّل الفائدة على القروض المضمونة بين البنوك لليلة واحدة في الولايات المتحدة تكلفة الاقتراض لليلة واحدة بعملتيهما، وإن كان ذلك بطريقتين مختلفتين.

أياً كان نوع السند الذي يتم إصداره، يُمكن التعبير عن القسائم إما بالقيمة بالاسمية أو بالقيمة الفعلية، في حالة السندات المرتبطة بالتضخم. ويُمكن دفع قيمة الكوبون سنوياً، أو نصف سنوياً، أو ربع سنوياً، ويعتمد التكرار على بلد الإصدار وشروط السند.

بالعودة إلى مثالنا، تبلغ قسيمة السند ٢٪، وبما أنَّه صادرٌ عن حكومة الولايات المتحدة، تُدفع الفوائد عليه في قسطين متساويين. عند إصدار السند، يحدِّد المُصدر مواعيد سداد أقساط الفائدة، وفي هذه الحالة سوف تُدفع الأقساط في ٥ مايو و١٥ نوفمبر من كلِّ عام.

لكن بعض السندات تُصدر من دون أيّ كوبون على الإطلاق. فتُصدر هذه السندات، المسماة السندات الصفرية، بدلاً من ذلك بخصم من قيمتها الاسمية، لكنها تُسترد بقيمتها الاسمية، وبذلك يجري توفير عائدها بالكامل ككسب رأسماليّ.

لحساب المبلغ الذي يحصل عليه المستثمر، اضرب المبلغ الاسمي للسند في قسيمته ثم قسِّم الناتج على أقسام المتساوية؛ في هذه الحالة، ٢. ففي هذا المثال اشترى المستثمر سندات قيمتها الاسمية ١٠ آلاف دولار من سند الخزانة الأمريكية، ومن ثَم فإنه سيحصل على فوائد قدرها ٢٠٠ دولار مدفوعة في دفعتين نصف سنويتين متساويتين، قيمة كلٍّ منهما ١٠٠ دولار في ١٥ مايو و١٥ نوفمبر.

تاريخ الاسترداد

يُعرف أيضاً باسم تاريخ الاستحقاق، وهو التاريخ الذي تنتهي فيه صلاحية الإصدار. ويدفع المُصدر القيمة الاسمية للسند إلى المقرض – أي ١٠ آلاف دولار في هذه الحالة. وهنا نؤكّد مجدداً على أهمية تجنب الخلط بين هذا المبلغ وبين ما دفعه المستثمر للحصول على السند أو قيمته السوقية في أيّ وقت كان.

على الرغم من أن لمعظم السندات تاريخَ استرداد ثابتًا، غير أن بعضها يصدر أحيانًا بتاريخين اثنين، حيث يكون لها تاريخا استرداد، ويمكن للمُصدر استرداد السند في أيِّ وقت بينهما.

تتضمَّن السندات القابلة للاستدعاء شرطَ استدعاء، يمنح المُصدر خيار إعادة شراء الإصدار كلّه أو جزءٍ منه قبل الاستحقاق. ويُعدُّ هذا الأمر لمصلحة المُصدر؛ لأنه يمنحه خيار إعادة تمويل السند (أي استبداله بآخر سعر فائدته أقل) عندما تكون أسعار الفائدة أقل من سعر الفائدة المدفوع على السند حالياً. لكنه يمثِّل عيباً من عيوب الاستثمار في ذلك السند بالنسبة إلى المستثمر، وهو ما يدفعه غالباً إلى المطالبة بعائد أعلى تعويضاً عن الفائدة التي قد يخسرها. يمكن أن تأخذ شروط الاستدعاء أشكالاً مختلفة. وقد يشترط بعضها على المُصدر استرداد مبلغ محدَّد في مدد زمنية منتظمة.

تنطوي بعض السندات على شرط سداد إجباري؛ إذ تمنح السندات القابلة للاسترداد حاملها الحقَّ في مطالبة المُصدر بالسداد مبكراً، وذلك في تاريخ محدَّد أو بين تاريخين محدَّدين. ويزيد وجود مثل هذا الشرط من جاذبية السند بالنسبة إلى المستثمرين، وقد يزيد من فرص بيع إصدار السندات في المقام الأول. لكنه يجعل المُصدر أكثر عرضةً للمخاطر؛ فقد يضطر إلى إعادة تمويل السند في وقتٍ غير مواتٍ.

ثمَّة أنواع أخرى من السندات غير قابلة للاسترداد، أي لا يوجد تاريخ محدد لسدادها. وهذه السندات التي تُسمى السندات غير القابلة للاسترداد أو المستدامة، تُستحق حين تقرر الجهة المُصدرة استردادها. قد يحدث هذا في ظل ظروف محددة تُوضع في اتفاقية السند، أو قد لا تُستحق فعلياً أبداً إذا استمر المُصدر في دفع القسائم إلى أجل غير مُسمى. وعلى المستثمرين في السندات غير القابلة للاسترداد أن يعتمدوا على قدرة المُصدر المستمرة واستعداده لسداد الدفعات مستدامة الفائدة.

في حين تُسترد معظم السندات نقداً عند تاريخ استحقاقها، تمنح **السندات القابلة للتحويل** حاملها حق أن يحوّلها إلى سندات أخرى، وإذا أصدرتها شركة، تمنحها الحق في أن تحوّلها إلى **أسهمها العادية**، بشروط وتواريخ محددة مسبقاً.

القيمة السوقية

تتميز السندات عن معظم أنواع القروض الأخرى بأنها قابلةٌ للتداول، حيث يمكن للمستثمر الذي اشترى السند أن يبيعه لاحقًا في أيِّ وقت قبل استحقاقه. ويتوقف سعر السند في السوق الثانوية على العرض والطلب، كما يتأثر بشدة بعوامل أخرى من أهمها المستوى الحالي لأسعار الفائدة والوقت المتبقي حتى الاستحقاق.

يُمكن حساب القيمة السوقية على النحو الآتي:

القيمة السوقية = السعر الحالي x القيمة الاسمية

على سبيل المثال، إذا كان السعر الحالي للسند هو ٧٨,١٢ دولاراً، فإنَّ القيمة السوقية لسندات المستثمر هي ٧,٨١٢ دولاراً. من ثم، فإنّ المستثمر تكبد خسارة تُقدَّر بـ٢,٠٨٢ دولاراً (أي تكلفة الحصول على السندات البالغة ٩,٨٩٤ دولاراً، مطروحاً منها القيمة السوقية البالغة ٧,٨١٢ دولاراً).

في حين أن الأرباح الرأسمالية على السندات المملوكة للحكومة مباشرةً (من بين أنواع أخرى) لا تخضع بالضرورة لضريبة الأرباح الرأسمالية، ولا يُسمح أن تتكبد خسائر؛ أي لا يُمكن أن تُستخدم الخسائر الرأسمالية لتعويض أرباح أخرى تخضع لضرائب. وجدير بالملاحظة أنَّ القواعد تعتمد على الولاية القضائية التي يقيم فيها المستثمر واللوائح الضريبية المحددة المطبقة.

الضمان

من السمات الأخرى المميزة للسندات احتمال وجود شروط تتعلّق بالضمان والاسترداد مرتبطة بالسند. لا تنطوي السندات الحكومية عادةً على أيِّ ضمانات،؛ بل يثق حاملوها بأن الحكومة ستفي بتعهداتها بدفع الفوائد وسداد أصل الدَّين (كما هو الحال في مثالنا عن سندات الخزانة الأمريكية). لكنَّ السندات الصادرة عن الشركات - بخلاف السندات الحكومية - قد تنطوي على ضمانات وبنود متعلّقة بالسداد.

فعندما تسعى شركةٌ إلى جمع التمويل عنمن طريق إصدار سندات، فيجب عليها غالبًا تقديم ضمانات للمستثمرين بأنها سوف تسدد الدَّين. وقد ينطوي ذلك على وضع رهنٍ ثابت أو متغير على أصول الشركة أو أيِّ شكلٍ آخر من أشكال الضمان:

- الرهن الثابت هو رهنٌ قانوني (أو رهنٌ عقاري) يوضع تحديدًا على واحد أو أكثر من أصول الشركة الثابتة (أو الدائمة). فإذا لم تلتزم الشركة بدفع الفوائد أو سداد قيمة الدَّين عند الاستحقاق، يكون لحاملي السند أولوية في تحصيل ديونهم من عوائد بيع الأصل المضمون قبل الدائنين الآخرين. تُعرف مثل هذه السندات بأسماء مختلفة، ولكن يشار إليها عادة بمصطلح السندات المضمونة.
- الرهن المتغير (العائم) ينطوي على وضع رهن عام على أصول الشركة التي تتدفَّق باستمرار عبر أعمالها، والتي يتغير تكوينها دومًا، مثل الأسهم المُصدرة المتداولة للشركة. فإذا تعرَّضت الشركة للتصفية، يكون لحاملي السندات المضمونة ذات الرهن الثابت أولويةٌ في تحصيل ديونهم قبل حاملي السندات ذات الرهن العائم.

إذا كان لدى المُصدِر أنواعٌ متعدِّدةٌ من الديون، فيجب عليه ترتيبها من حيث الأولوية؛ لتحديد أيُّها ينبغي تخديمه وما يسمى بالأفضلية داخل هيكل رأس مال المصدر في حال واجهته صعوبات مالية من شأنها أن تؤدِّي إلى إعادة هيكلة أو تصفية. وقد تكون بعض هذه الديون مضمونة، بينما يصدر بعضها الآخر برهنٍ عائم، في حين قد تخضع فئةٌ ثالثة لكليهما مقابل عائد أكبر يكون مقرونًا بمستوى أعلى من المخاطرة.

٢-٣ تصنيف السندات

تُصنَّف السنداتُ عادةً بحسب مُصدِرها، وهيكلها أو خصائصها المميزة، والسوق التي تصدر فيها.

تصنيف السندات	
المُصدر	• تصدر معظم السندات من قِبل الحكومات والمنظمات الدولية (يُطلق عليها مجتمعةً اسم المقترضين السياديين) والشركات، كما تصدر – وإن على نطاق أضيق - من قِبل الحكومات المحلية.
الهياكل	• تتراوح هياكل السندات من الإصدارات التقليدية أو المباشرة إلى الإصدارات ذات الميزات الفريدة الأخرى. • من الأمثلة على هذا النوع الأخير: السندات المرتبطة بالمؤشرات، والسندات القابلة للتحويل، والسندات الصفرية، والسندات بسعر الفائدة المتغير، والسندات التي تتضمَّن شروط استرداد مبكر (مثل السندات القابلة للاستدعاء والسندات القابلة للاسترداد). • مضمونة وغير مضمونة ومؤَرقة.
مكان الإصدار	• قد تصدر السندات في سوق السندات المحلي للمُصدر. • وقد تصدر أيضًا على نطاق دولي، سواء في واحد أو أكثر من أسواق السندات (أو أسواق الديون).

٣-٣ أنواع السندات

في هذا القسم، سوف ندرس ميزات السندات الصادرة عن الحكومات والشركات.

١-٣-٣ السندات الحكومية

تُصدِر الحكوماتُ أنواعاً مختلفة من السنداتِ لتمويل خططها في الإنفاق والاستثمار ولسد الفجوة بين إنفاقها الفعلي ودخلها من الضرائب وأشكال الدخل الأخرى. ولعل من أبرزها وأكثرها شيوعًا: السندات التقليدية بسعر الفائدة الثابت التي تصدر بتواريخ استحقاق مختلفة، والسندات المرتبطة بالمؤشرات.

لتوضيح السمات الرئيسة للسندات الحكومية (أو الديون الحكومية)، سوف ندرس السندات الحكومية الأمريكية مثالًا. تُعرف السنداتُ الحكومية الصادرة عن حكومة الولايات المتحدة باسم «سندات الخزانة»، وتتوفر منها أربعة أنواع أساسية قابلة للتداول، كما يلي:

سندات الخزانة الأمريكية	
أذون الخزانة	• أذون الخزانة هي أداةُ سوق نقد، تستخدمها الحكومات لتمويل احتياجاتها من الاقتراض قصير الأجل. • لها آجال استحقاق تقلُّ عن عام واحد، وتصدر عادةً بأجل استحقاق مدَّته ٢٨ يومًا، أو ٩١ يومًا، أو ١٨٢ يومًا. • تُعدُّ هذه السنداتُ سنداتٍ صفرية، لذا لا تُدفع عليها أيُّ فوائد؛ بل تصدر بخصمٍ على قيمتها عند الاستحقاق. • عقب الإصدار، يجري تداول هذه السندات في السوق الثانوية، وتُسعَّر بخصمٍ على قيمتها (أي بقيمة تقلّ عن قيمتها الاسمية عند الاستحقاق).
سندات الخزانة متوسطة الأجل	• سندات حكومية تقليدية ذات سعر فائدة ثابت وتاريخ استرداد محدَّد. • تتراوح تواريخ استحقاقها من سنتين إلى عشر سنوات، وتصدر عادةً بأجل استحقاق مدَّته سنتان، أو خمس سنوات، أو عشر سنوات.
سندات الخزانة طويلة الأجل	• سندات حكومية تقليدية أيضًا، لكن آجال استحقاقها أطول، وتتراوح بين عشر سنوات و٣٠ سنة.
سندات الخزانة المحمية من التضخم (TIPS)	• نوع من أنواع السندات المرتبطة بالمؤشرات. • تُسدَّد القيمة الاسمية للسند عند الاستحقاق تبعاً للتغيرات في مؤشر التضخم في كل بلد، مثل **مؤشر أسعار المستهلك (CPI)** أو مؤشر سعر التجزئة (RPI) لمراعاة تأثير التضخم. وبالمثل، تُدفع الفوائد على السند كلَّ نصف سنة بعد تعديلها وفقًا للتغير في معدل التضخم.

ثمّة أيضًا أداةٌ أخرى تُعرف باسم **السندات المفصولة (STRIPs)**. تستند هذه السندات إلى العناصر المفصولة لكلٍّ من سندات الخزانة متوسطة الأجل وسندات الخزانة طويلة الأجل وسندات الخزانة المحمية من التضخم، حيث يقسم كلُّ سند إلى تدفقاته النقدية الأساسية؛ أي كل دفعة من دفعات الفائدة مضافًا إليها دفعة الاستحقاق الوحيدة. ومن ثَم يتداول كلٌّ منها بوصفه سندًا صفريًّا منفصلًا.

٢-٣-٣ سندات الشركات

سندات الشركات، وتُعرف أيضاً بديون الشركات، هي الأموال التي تقترضها شركة ويتعيَّن عليها سدادها.

سندُ الشركة هو سندٌ صادر عن شركة بهدف الحصول على التمويل. يُستخدم هذا المصطلح عادةً لوصف أدوات الدَّين طويلة الأجل التي يزيد أجل استحقاقها عن ١٢ شهرًا؛ بينما يُستخدم مصطلحُ الورقة التجارية لوصف الأدوات المالية الأقصر أجلًا. وتُدرج معظم سندات الشركات في بورصات الأوراق المالية، لكنَّ معظمَ عمليات التداول في الأسواق المتقدِّمة تحصل خارج الأسواق الرسمية - أي بين الطرفين النظيرين مباشرةً.

هنالك مجموعةٌ متنوعة من سندات الشركات وسنوضح فيما يأتي بعضًا من أبرز أنواعها:

أنواع سندات الشركات	
السندات متوسطة الأجل (MTNs)	• تُعدُّ هذه السندات من سندات الشركات القياسية، حيث تصدر بآجال استحقاق تتراوح من تسعة أشهر إلى عشر سنوات. لكن هذا المصطلح يُمكن أن يُستخدم أيضاً للإشارة إلى أدوات مالية تصل آجال استحقاقها إلى ٣٠ عاماً أيضاً. • تختلف هذه السندات عن أدوات الدَّين الأخرى من حيث أنها تصدر للمستثمرين باستمرار طوال مدة زمنية معيَّنة من قِبل وكيل يعيِّنه المُصدر، وليس في دفعة واحدة تكون جزءًا من إصدار كبير واحد مضمون. • نشأت هذه السوق في الولايات المتحدة لسدِّ فجوة التمويل بين الورقة التجارية والسندات طويلة الأجل.
السندات بسعر الفائدة الثابت	• ذكرنا أعلاه السمات الأساسية للسندات بسعر الفائدة الثابت. • لهذه السندات عمومًا سعر فائدة ثابت، وتدفع الفوائد عليها كلّ ثلاثة أشهر أو كلّ ستة أشهر أو سنوياً (بحسب شروط السند) في مواعيد استحقاق محدَّدة مسبقًا.
السندات بسعر الفائدة المتغير (FRNs)	• هي سنداتٌ ذات معدلات فائدة متغيِّرة. • يرتبط سعر الفائدة عادةً بسعرٍ مقارن معياري (مثل معدَّل التمويل الليلي المضمون (SOFR) أو متوسط سعر الفائدة على القروض بين البنوك لليلة واحدة بالجنيه الإسترليني). • في العادة تُحسب الفائدةُ على السندات بسعر الفائدة المتغيِّر على أساس سعرٍ مقارن معياري مضافًا إليه هامش ربح أو **هامش تداول**.
السندات القابلة للتحويل	• سنداتٌ تقليدية ذات سعر فائدة ثابت، تمنح حاملها الحقَّ في تحويل السند إلى أسهم لمُصدر السندات. • في المقابل، فإنَّ السندات القابلة للمبادلة، في حال استخدامها، توّفّر لحامل السند أسهم شركة أخرى غير الجهة المُصدرة للسندات. • تتحدَّد شروط تحويل السند في وقت إصداره، وتتوفر لحامله الفرصة لممارسة حقِّه في التحويل في مواعيد دورية. • إذا اختار حامل السند ألَّا يمارس حقَّه في التحويل، يصبح السندُ سندًا تقليديًّا من جديد، وتسدَّد قيمته في تاريخ الاستحقاق.
السندات الصفرية (ZCBs)	• سنداتٌ لا تُدفع عليها أيُّ فوائد؛ بل تصدرُ بخصمٍ على القيمة الاسمية، وتستردُّ في النهاية بقيمتها الاسمية كاملة. • يتجلَّى عائد السند كاملًا في صيغة نمو رأسمالي، وليس في صورة دخل.

بالإضافة إلى نوع السند ومُصدره، ثمة سماتٌ أخرى تميِّز سندات الشركات، هي شروطُ الضمان والاسترداد المرتبطة بالسند.

فعندما تسعى أيُّ شركة إلى جمع تمويلٍ جديد عن طريق إصدار سندات، ينبغي عليها غالبًا تقديم «ضمان» بحيث يضمن المستثمر سدادَ السند. في هذا السياق، يُقصد بالضمان عادةً شكلٌ من أشكال الرهن القانوني على أصول المُصدر (كممتلكاته العقارية أو مبانيه أو أصوله التجارية). فإذا تخلف المُصدر عن السداد، يحقُّ لأصحاب السندات المطالبةُ بهذه الأصول قبل الدائنين الآخرين، ومن ثَم يمكن عدُّ قروض حاملي السندات أكثر أمانًا مما لو كان عليه الحال في غياب أيِّ ضمان. وفي بعض الحالات، قد يتَّخذ الضمان أيضًا شكلَ ضماناتٍ من طرفٍ ثالث – كتعهد من أحد البنوك بالدفع لأصحاب السندات إذا تخلَّف المُصدر عن السداد. وكلما ارتفعت قيمة الضمان الذي يقدِّمه المُصدر (أي انخفضت المخاطر)، انخفضت تكلفةُ الاقتراض.

لمعظم السندات تاريخُ استرداد ثابت، حيث تُسدَّد عنده القيمة الاسمية للسند.

٣-٤ عوائد الاستثمار في السندات

تتكوّن - على غرار الأسهم - من عنصرين:

- عوائد الدخل من القسائم المدفوعة في خلال عمر السند.
- أيّ ربح أو خسارة تحدث بين تاريخ الاستحواذ وتاريخ سداد السند من قِبَل المُصدر أو بيعه من قِبَل حامله، ينتج عنها تغيرات في الأسعار في أثناء مدة الاحتفاظ بالسند.

إذا اشترى مستثمرٌ سندًا عند إصداره بسعر يعادل قيمته الاسمية واحتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق، وعلى فرَض أنَّ السندَ قد استُردَّ بقيمته الاسمية، فإنَّ العائد من السند يتكوَّن ببساطة من دفعات الفائدة المستلمة على مدى عمر السند. أما إذا اشترى السندَ بسعرٍ لا يعادل قيمته الاسمية و/أو لم يحتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق، فيُحسب عائده أيضًا بحساب الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع أو الاسترداد لاحقًا، أي المكسب أو الخسارة في رأس المال.

في الظروف العادية، يكون هذا العائدُ موجباً، حيث يفوق دخل القسيمة التراكمي المستلم عادةً أي تغيرات سلبية محتملة في الأسعار. ولكن ظلَّت العوائدُ على كثيرٍ من السندات الحكومية سالبة حتى بضع سنوات مضت، حيث عمدت الحكومات إلى الحفاظ على معدلات الفائدة عند مستويات منخفضة جداً أو صفرية حتى. ويحدث عائد السندات السالب حين يحصل مستثمر عند استحقاق السند على مقدار أقل من المال مقارنةً بالسعر الذي دفعه لشرائه. وتذكروا أن الأرباح الرأسمالية على معظم السندات لا تخضع لضريبة الأرباح الرأسمالية، لكن لا يُسمح بالخسائر.

العوائد هي مقياس للإيرادات من السندات. وأهم مقياسان في هذ السياق هما: **العوائد الثابتة**، و**إجمالي العائد عند الاستحقاق (GRY)**.

٣-٤-١ العوائد الثابتة

تتحدَّد الفائدة المستحقة الدفع على السند على أساس معدَّل الفائدة المدفوع على القيمة الاسمية أو أصل السند. لكنَّ المستثمر قد يدفع مبلغًا مختلفًا لشراء السند، لذا نحتاج إلى طريقة لحساب عائده الحقيقي.

إن أبسط طريقة لحساب عائد السند هو حساب عائده الثابت، المعروف أيضًا باسم العائد الجاري أو عائد الفوائد. إذ يعبِّر هذا العائد عن القسيمة بوصفها نسبة مئوية من سعر السند في السوق. (ويُعرف سعر السند في السوق باسم **سعر السند الصافي** أيضاً، وهو سعر السند مستثنى منه أي فوائد متراكمة منذ آخر دفعة فائدة. بينما يشير **السعر غير الصافي** إلى سعر السند بعد إضافة الفوائد المستحقة عليه).

يُحسب العائد الثابت للسند باستخدام المعادلة الآتية:

العائد الثابت = (القسيمة / سعر السند الصافي) × ١٠٠

يُحسب العائد الثابت بقسمة الفائدة السنوية على سعر السند ثم ضرب الناتج بـ ١٠٠ للحصول على نسبة مئوية. يعبِّر سعر السند عادةً عن السعر المطلوب لشراء ما يعادل ١٠٠ جنيه إسترليني و١٠٠٠ دولار و١٠٠ يورو (وما إلى ذلك) من قيمته الاسمية.

مثال

لدينا سندٌ سعرُ فائدته ٥٪ صادر عن شركة (أ) ويستحق في عام ٢٠٣٠، ويُتداول حالياً بسعر ١٠٠ جنيه إسترليني لكلِّ ١٠٠ جنيه إسترليني من قيمته الاسمية. يُحسب عائدُ السند الثابت بقسمة سعر الفائدة على سعر السند وكتابة الناتج في صيغة نسبة مئوية، أي: ١٠٠/٥ جنيه إسترليني = ٠,٠٥ أو ٥٪.

وإذا كان لدينا سندٌ سعرُ قسيمته ٤٪ صادر عن شركة (ب) ويستحق في عام ٢٠٣٥، ويتداول حالياً بسعر ٧٨ جنيه إسترليني لكلِّ ١٠٠ جنيه إسترليني من قيمته الاسمية، فإنَّ عائدَ السند الثابت يُحسب بقسمة القسيمة على السعر وكتابة الناتج في صيغة نسبة مئوية، أي: ٧٨/٤ جنيهاً إسترلينياً = ٠,٠٥١٣ أو ٥,١٣٪.

وإذا كان لدينا سندٌ حكومي سعر فائدته ٥٪ مستحق الدفع في عام ٢٠٢٨ ويتداول بسعر ١٠٤ جنيهات إسترلينية، يستطيع أيُّ مستثمر أن يشتريَ ما يعادل ١٠٠ جنيه إسترليني من القيمة الاسمية للسند مقابل ١٠٤ جنيه إسترليني. يُحسب عائدُ السند الثابت بقسمة القسيمة على السعر، أي: ١٠٤/٥ جنيهات إسترلينية = ٠,٠٤٨١ أو ٤,٨١٪.

يمكننا استخدام هذه الطريقة لحساب العائد الثابت لسند الخزانة الأمريكية المذكور سابقًا الذي سعر قسيمته ٢٪ ويستحق في عام ٢٠٤١ – فنحن نعلم أن سعر الفائدة السنوي على السند ٢٪ وأن سعره الحالي ٧٨,١٢، ومن ثَم يُحسب العائدُ الثابت لهذا السند على النحو الآتي:

العائد الثابت = (٢ / ٧٨,١٢) × ١٠٠ = ٢,٥٦٪

لكنّ الفوائد المدفوعة على أيِّ سند ليست سوى جزء واحد من عائده الكلي، فقد يحقِّق المستثمر ربحًا أو خسارةً في رأس المال المستثمَر إذا احتفظ بالسند لحين استحقاقه. وكما سنرى في الفصول القادمة، يُعدُّ العائد حتى الاستحقاق مقياسًا يجمع كلًا من الدخل والزيادة (أو النقصان) في رأس المال – على فرض أنَّ المستثمر سيحتفظ بالسند لحين استحقاقه – في رقمٍ واحدٍ.

٣-٤-٢ إجمالي العائد حتى الاستحقاق (GRY)

يتجاهل مقياس العائد الثابت الفرق بين السعر الحالي للسند في السوق وقيمته الاسمية. وللتخلص من هذه المشكلة، يُستخدم مقياسُ إجمالي العائد عند الاستحقاق؛ ويُشار إليه أيضاً باسم **العائد حتى الاستحقاق (YTM - yield to maturity)** أو العائد حتى الاسترداد. ويمثِّل إجمالي العائد عند الاستحقاق ببساطة مجموع العائد الثابت والمكسب أو الخسارة الناتجة إذا احتفظ المستثمر بالسند لحين الاستحقاق، ويُستخدم لحساب متوسط العائد السنوي المركَّب.

في المثال أعلاه عن سند الخزانة الأمريكية الذي سعر فائدته ٢٪ ويُستحق في عام ٢٠٤١ ويُتداول بسعر ٧٨,١٢، سيكون إجمالي العائد عند الاستحقاق أعلى من العائد الثابت للسند؛ لأنَّ سعر السند في السوق أقل من قيمته الاسمية، ومن ثَم فإن هذا السند سيحقِّق للمستثمر مكسبًا رأسماليًّا إذا احتفظ به حتى الاستحقاق. أمَّا لو كان سعرُ السند في السوق أعلى من قيمته الاسمية، لكان العائدُ حتى الاستحقاق أقل من العائد الثابت؛ لأنَّ المستثمر سيحقِّق خسارة في رأس المال إذا احتفظ بالسند حتى تاريخ استحقاقه.

بناءً على ذلك، يُعدُّ العائدُ حتى الاستحقاق مقياسًا أدق للعائد الذي يحصل عليه المستثمر، ويمكن استخدامه للمقارنة بين العوائد الناتجة من السندات المختلفة وتحديد الأفضل بينها.

إنَّ المعادلة المستخدمة لحساب العائد حتى الاستحقاق معقَّدة، لكن يمكن حسابه باستخدام المعادلة البسيطة الآتية:

$$\text{العائد حتى الاستحقاق} = \text{العائد الثابت} + \left(\frac{\text{(القيمة الاسمية - السعر في السوق)} \div \text{عدد السنوات حتى الاستحقاق}}{\text{سعر السوق}} \right) \times ١٠٠$$

تُستخدم هذه المعادلة للحصول على رقم تقريبي جدًا لإجمالي العائد عند الاستحقاق. وسنوضح قيمة استخدام العائد الإجمالي للسند حتى الاستحقاق عبر المثال الآتي:

مثال

بالعودة إلى المثال المذكور أعلاه عن سند الخزانة الأمريكية الذي يستحق في عام ٢٠٤١ وسعر فائدته ٢٪، نفترض أن السعر الحالي للسند ٧٨,١٢ وأنَّ عائده الثابت يبلغ ٢,٥٦٪. في عام ٢٠٤١، سيتلقى المستثمر مبلغًا يعادل القيمة الاسمية للسند – أي ١٠٠ دولار أمريكي – وليس السعر الحالي للسند في السوق، ومن ثَم سيحقِّق مكسبًا في رأس المال.

لو اكتفى المستثمر بالنظر إلى عائد السند الثابت، لكان ذلك مؤشرًا مضللًا للعائد الفعلي الذي سيكسبه. فمقياس العائد الحقيقي ينبغي أن يراعي هذا المكسب/الخسارة حتى الاستحقاق، وهذه هي الغاية من استخدام مقياس إجمالي العائد عند الاستحقاق.

لحساب إجمالي العائد عند الاستحقاق باستخدام الطريقة البسيطة سابقاً، دعونا نفترض أنَّ السند سيُستردُّ تمامًا بعد ١٩ عامًا من الآن. سيحقِّق المستثمر مكسبًا في رأس المال مقداره ٢١,٨٨ دولار أمريكي (أي ١٠٠ دولار – ٧٨,١٢ دولاراً) وينبغي أن يُؤخذ هذا المكسب بالحسبان عند حساب العائد الكلي للسند. عند حساب إجمالي العائد عند الاستحقاق باستخدام المعادلة البسيطة المعنية، فإننا نحسب المكسب أو الخسارة السنوية في رأس المال التي تساوي في هذه الحالة ١,١٥١٥٧٩ (٢١,٨٨ دولار ÷ ١٩)، فيكون العائد حتى الاستحقاق:

$$GRY(\%) = 2.56 + \left(\frac{(100 - 78.12) \div 17}{78.12} \times 100 \right) = 2.56 + \left(\frac{1.2871}{78.12} \times 100 \right) = 2.56 + 1.65 = 4.21\%$$

حيث GRY = إجمالي العائد عند الاستحقاق

يُحسب العائد حتى الاستحقاق على أرض الواقع بطريقة أكثر تعقيدًا، حيث يُخصم كلُّ واحدٍ من التدفقات النقدية الفردية للسند (دفعات الفائدة والدفعة النهائية التي تتضمَّن أصل السند) للوصول إلى قيمته الحالية الصافية من أجل حساب إجمالي العائد عند الاستحقاق (GRY). ولحسن الحظ، يُحسب إجمالي العائد عند الاستحقاق للسندات ويُنشر في الصحف المالية وفي المواقع الإلكترونية.

ويمكن أيضًا أن يُسعَّر إجمالي العائد عند الاستحقاق على أساس صافٍ من الضريبة، بحيث يمكن المقارنة مباشرة بين العوائد للمستثمر بعد الضريبة.

لكنَّ كما مقياس العائد، لمقياس إجمالي العائد عند الاستحقاق عيوبه أيضاً. وأوّلها أنه يفترض أنَّ المستثمر سيحتفظ بالسند حتى تاريخ الاسترداد. لكنَّ الأهم من ذلك أنه يفترض إمكانية إعادة استثمار مدفوعات الفائدة لكسب عائد يعادل مستوى إجمالي العائد عند الاستحقاق نفسه، وهذا قد لا يكون صحيحًا دائمًا.

٣-٥ المخاطر

فيما يأتي أبرز المخاطر الرئيسة المرتبطة بالاستثمار في السندات، سواء كانت سندات حكومية أو سندات شركات:

- **مخاطر التخلُّف عن السداد** - مخاطر عدم سداد دفعات الفائدة وأصل السند. يُعتبر خطر التخلّف عن السداد أقل بالنسبة إلى الإصدارات ذات الدرجة الاستثمارية (أي عالية الجودة) مقارنةً بالإصدارات غير ذات الدرجة الاستثمارية (أي غير المرغوب فيها أو منخفضة الجودة). وبالمثل، تُعتبر مخاطر التخلّف عن السداد أقل بالنسبة إلى السندات الحكومية في الأسواق المتقدّمة مقارنةً بسندات الشركات، حيث تتمتع الجهات السيادية الناضجة بوصول أعمق إلى رأس المال ويُمكن أن تلجأ إلى تدابير طارئة مثل فرض ضريبة فورية، على عكس الشركات. لكن هذا الأمر يختلف بحسب بيئة السوق المحددة والجهة المُصدرة.
- **مخاطر السوق أو تغيُّر السعر** - مخاطر أن تؤثِّر تقلبات أسعار الفائدة تأثيرًا كبيرًا في قيمة السندات.
- **مخاطر التضخم غير المتوقعة** - مخاطر ارتفاع التضخم على نحوٍ غير متوقَّع بحيث يؤثِّر في القيمة الحقيقية لمدفوعات الفائدة على السند وقيمته عند الاستحقاق.
- مخاطر السيولة – في حال كانت السندات لا تتداول بسهولة أو بانتظام، ومن ثَم قد يصعُب تسييلها في غضون مهلة قصيرة، أو قد تكون عرضة لهوامش تداول أعلى من المتوسط.
- **مخاطر تغير أسعار الصرف** - حين تكون السندات مقوَّمة بعملة مختلفة عن العملة المحلية لبلد المستثمر ومن ثَم تصبح عرضة لتحركات أسعار الصرف غير المواتية.

هناك عدد من المخاطر الإضافية المرتبطة بالاستثمار في سندات الشركات، من أبرزها:

- **مخاطر الاسترداد المبكر** - مخاطر أن يستدعيَ المُصدر السندات قبل الاستحقاق إذا كان السند قابلاً للاستدعاء.
- **مخاطر الأفضلية في الدفع**- المخاطر المرتبطة بأولوية دفع ديون الشركة المُصدرة في حال تصفيتها.

من بين هذه المخاطر، تُعدُّ مخاطر السوق ومخاطر التخلُّف عن السداد مصدرَ القلق الأساسي لحاملي السندات.

٣-٥-١ مخاطر السوق

على الرغم من أن الاستثمار في السندات يُعدُّ عمومًا أقلَّ مخاطرة من الاستثمار في الأسهم، إلا أن أسعار السندات ترتبط ارتباطًا وثيقًا بالمستوى العام لأسعار الفائدة والتوقعات المتعلّقة بتغيراتها المستقبلية. لذا فإنَّ التغيرات في أسعار الفائدة والعوائد تُؤثِّر في أسعار جميع السندات، وتُسبِّب مخاطرَ تقلُّب أسعار السندات.

تُعدُّ مخاطرُ تغيُّر السعر (أو مخاطر السوق) مصدرَ قلق رئيس للمستثمرين في السندات الذين يكونون عرضةً لتأثير التقلبات في أسعار الفائدة عمومًا، التي يمكن أن تُؤثِّر تأثيرًا كبيرًا في قيمة استثماراتهم. ولعل من الأفضل توضيح ذلك عبر مثالين بسيطين.

أمثلة
• افرض أن سعر الفائدة السائد في السوق يقارب ٥٪، وأن الحكومة أصدرت سندًا سعر فائدته ٥٪. وبعد ثلاثة أشهر، تضاعف سعر الفائدة إلى ١٠٪. ما الذي سيحدث لقيمة السند في هذه الحالة؟ • سوف تنخفض قيمة السند انخفاضًا كبيرًا. فسعر فائدته (٥٪) يصبح في هذه الحالة غير مرغوب بالنسبة إلى المستثمرين، لذا ينخفض سعره في السوق لجعل العائد عليه أكثر إغراءً.
• لنفرض أن سعر الفائدة يساوي تقريبًا ٥٪، وأن الحكومة أصدرت سندًا سعر فائدته ٥٪. وبعد ذلك، انخفضت أسعار الفائدة عمومًا إلى ٢,٥٪. ما الذي سيحدث لقيمة السند في هذه الحالة؟ • سوف ترتفع قيمة السند ارتفاعًا كبيرًا. فسعر فائدته (٥٪) يصبح في هذه الحالة مرغوبًا بالنسبة إلى المستثمرين، لذا يرتفع سعره في السوق ليعكس ذلك، ويجعل عائده أكثر واقعيةً.

كما يتضح من هذين المثالين، توجد علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار السندات:

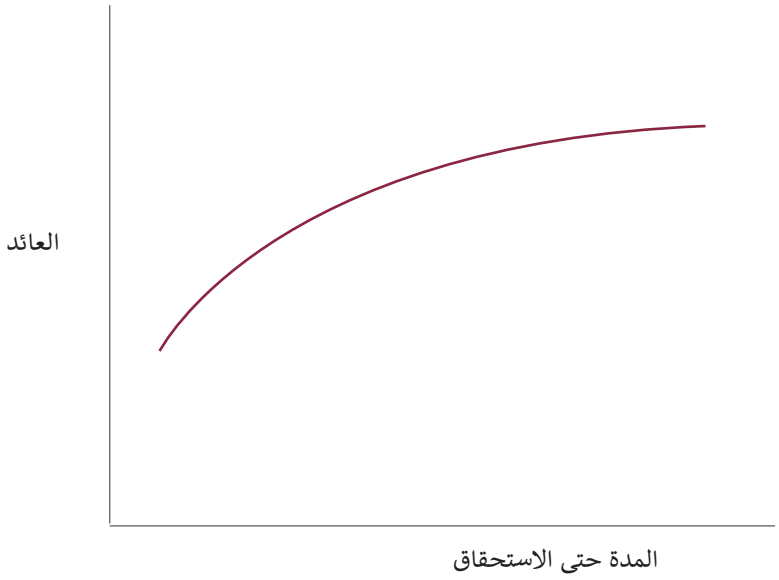
- إذا ارتفعت أسعار الفائدة، فسوف تنخفض أسعار السندات.
- إذا انخفضت أسعار الفائدة، فسترتفع أسعار السندات.

طالما ظلت أسعار الفائدة المدفوعة على السندات الحكومية قريبة من سعر الفائدة السائد في السوق، فإنَّ مخاطر وجود فارق كبير بين سعر شراء السند وقيمته عند إعادة بيعه تكاد تكون معدومة. وبعبارة أخرى، لا تنطوي السندات الحكومية على مخاطر تغيُّر السعر أو مخاطر السوق إلَّا عندما يختلف سعر الفائدة المدفوعة على السند اختلافًا ملحوظًا عن سعر الفائدة السائد في السوق.

في المثالين ضمن الجدول أعلاه، يعتمد مبلغ انخفاض أو ارتفاع سعر السند، على التوالي، على حساسيته للتغيرات في أسعار الفائدة التي تُسمى **مدة الاسترداد**:

- تكون السندات طويلة الأجل عمومًا أكثر عرضة للتغيرات في أسعار الفائدة مقارنةً بالسندات قصيرة الأجل؛ لأن حامليها يتعرضون للمخاطر لمدة أطول.
- تُعدُّ السندات ذات سعر الفائدة المنخفض أكثر عرضةً للمخاطر من السندات ذات سعر الفائدة الأعلى، لأن التغيّر في أسعار الفائدة يكون أكبر نسبياً بالنسبة إلى السندات ذات سعر الفائدة المنخفض.
- تكون السندات ذات العائد المنخفض، بالمثل، أكثر حساسية من السندات ذات العائد المرتفع.

تتضح هذه العلاقة بين أجل الاستحقاق والعائد من خلال **منحنى العائد**. يُعدُّ منحنى العائد - كما هو مبيَّن في الرسم البياني أدناه - وسيلةً لتوضيح معدلات الفائدة المختلفة التي يمكن الحصول عليها في السوق عند الاستثمار في أدوات دَين متماثلة لكنَّ تواريخ استحقاقها مختلفة.



على الرغم من أن منحنيات العائد قد تأخذ أشكالًا مختلفة، إلَّا أنَّ هذا المنحنى يُوصف بأنه "موجب" في ظروف السوق العادية، أي أنه يتَّجه صعودًا، كما في الشكل أعلاه. والسبب وراء ذلك أنه كلما طال تجميد المستثمر لرأس المال الذي استثمره في السند، كلما زاد معدل الفائدة الذي سيطلبه تعويضًا عن تعرضه لمخاطر أكبر وعن **تكلفة التخلّي عن الخيار البديل** على رأس المال المستثمَر.

لكن يُمكن أن تكون منحنيات العائد ثابتة أو عكسية أيضاً. ويكون منحنى العائد ثابتاً عندما تكون أسعار الفائد قصيرة الأجل وطويلة الأجل قريبة للغاية من بعضها بعضاً؛ وهذا يشير إلى أنَّ المستثمرين يتوقعون تغيّراً طفيفاً في الظروف الاقتصادية في المستقبل القريب، لذلك يُمكن أن يكون منحنى عائد ثابت مؤشراً على عدم اليقين الاقتصادي أو فترة انتقالية بين مراحل اقتصادية. ويكون منحنى العائد عكسياً حين تكون أسعار الفائدة قصيرة الأجل أعلى من أسعار الفائدة طويلة الأجل؛ حيث يتوقع مستثمرون أن تكون أسعار الفائدة المستقبلية أقل من أسعار الفائدة الحالية، وغالباً ما يُعتبر منحنى العائد العكسي مؤشراً على الركود الاقتصادي.

أسعار الفائدة السالبة

عادةً ما تكون أسعار الفائدة موجبة، مما يعني أن المقرضين يتلقون أقساط فائدة من المقترضين، للتعويض عن تكلفة التخلّي عن الخيار البديل لإقراض الأموال ومخاطر التخلّف عن السداد. وتشجع أسعار الفائدة الموجبة على الادخار والاستثمار، لأنها توفّر عائداً على المدخرات وحافزاً لإقراض الأموال أو الاستثمار في المنتجات المالية.

لكن أسعار الفائدة تكون سالبة في بعض الأحيان، وذلك عندما تحدد البنوك المركزية أسعار الفائدة تحت الصفر لتحفّز النشاط الاقتصادي خلال فترات الهبوط أو الانكماش الاقتصاديين الشديدين. ويقوم ذلك على نظرية مفادها أن أسعار الفائدة السالبة تعني أن المودعين يحصلون على أسعار فائدة منخفضة للغاية أو حتى صفرية، أو قد يُضطرون إلى دفع رسوم للبنك لحفظ أموالهم فيه حتى؛ وبما أن هذا يجعل الادخار منفراً، فإنَّ المودعين سينفقون الأموال بدلاً من ادخارها، مما يساعد على تعزيز الاقتصاد.

تشكّل أسعار الفائدة السالبة مخاطر إضافية على السندات. فعندما تكون أسعار الفائدة سالبة، يدفع حاملو السندات فعلياً مقابل إقراض الأموال، الأمر الذي يؤدي إلى خسائر في القيمة الاسمية إذا احتُفظ بالسندات حتى تاريخ الاستحقاق (على الرغم من أن المستثمرين قد يكونون أكثر تركيزاً على العائدات الحقيقية في بيئة مثل هذه، وبذلك يكونون أكثر استعداداً لشراء سندات مثل هذه بعوائد سلبية). ومن الممكن أن يؤدي هذا السيناريو غير المعتاد إلى تشويه أسعار السندات، مما يقلل من جاذبيتها وسيولتها في السوق. وتضغط أسعار الفائدة السالبة أيضاً على عائدات السندات الجديدة، مما يصعب على المستثمرين إيجاد فرص مربحة. علاوةً على ذلك، يشير وجود أسعار فائدة سالبة في كثير من الأحيان إلى مشاكل اقتصادية عميقة، مما قد يعزز عدم اليقين والتقلبات في سوق السندات.

٣-٥-٢ مخاطر التخلُّف عن السداد

تنشأ مخاطر التخلّف عن السداد عندما يفشل مدين في الوفاء بالتزاماته القانونية، إمّا بعدم سداد دفعة مجدولة أو انتهاك أحد شروط القرض. وهي مجموعة فرعية من مخاطر الائتمان تشمل المخاطر الأوسع المتمثلة في احتمال عدم وفاء الأطراف النظيرة بالتزاماتها.

يواجه المستثمرون في السندات مخاطر تخلفُّ المُصدر عن الوفاء بالتزاماته في السداد. ويمكن تقييم هذه المخاطر بالرجوع إلى وكالات التصنيف الائتماني المستقلّة. توفِّر هذه الوكالات تصنيفاتٍ للكثير من السندات عند إصدارها وتراقب تطوراتها على مدى عمر السند. ويوضِّح الجدول أدناه التصنيفات الائتمانية التي توفِّرها هذه الشركات الثلاث الكبرى: موديز (Moody's) وستاندر آند بورز (Standart & Poor's) وتصنيفات فيتش (Fitch Ratings).

التصنيفات الائتمانية للسندات				
مخاطر الائتمان		**موديز**	**ستاندرد آند بورز**	**تصنيفات فيتش**
الدرجة الاستثمارية				
الممتازة		Aaa	AAA	AAA
ذات الجودة العالية	قوية جداً	Aa	AA	AA
الدرجة فوق المتوسطة	قوية	A	A	A
الدرجة المتوسطة		Baa	BBB	BBB
الدرجة غير الاستثمارية / مخاطر/ عائد مرتفع/ غير مرغوب فيها				
الدرجة دون المتوسطة	مخاطرة نسبية	Ba	BB	BB
الدرجة المنخفضة	مخاطرة عالية	B	B	B
الرديئة	من المحتمل تخلُّفها عن السداد	Caa	CCC	CCC
الأعلى مخاطرة		C	CC	CC
لا تُسدد الفوائد أو أعلنت الإفلاس			D	C
متعثِّرة ماليًّا أو متخلّفة عن الدفع				D

تُحسّن موديز تصنيفاتها بإضافة ١ أو ٢ أو ٣ لإظهار التصنيف النسبيّ ضمن فئة معيّنة، حيث يشير الرقم ١ إلى أعلى تصنيف و٣ إلى أدنى تصنيف؛ على سبيل المثال، ضمن الفئة Aa، تكون جودة Aa١ أعلى من جودة Aa٢، وهي بدورها أعلى من Aa٣. أمّا تصنيفات مثل ستاندرد آند بورز وتصنيفات فيتش فيستخدمان علامة "+" أو "-"؛ مثلاً، BBB+ أعلى جودة من BBB، وهي أعلى من BBB-.

كما تلاحظ من الجدول أعلاه، يمكن تقسيم إصدارات السندات الخاضعة للتصنيف الائتماني في فئتين متمايزتين:

- السندات الحاصلة على تصنيف الدرجة الاستثمارية. تتميّز الإصدارات ذات الدرجة الاستثمارية بأعلى درجات السيولة واليقين في السداد. وتُعتبر السندات المصنّفة في فئة BBB أو أعلى منها ضمن الدرجة الاستثمارية. وتحصل قلة قليلة من المنظمات، باستثناء الوكالات العابرة للحدود وبعض الحكومات الغربية، على تصنيف AAA، على الرغم من أنَّ إصدارات السندات الخاصة بعديد من الشركات الكبرى تتباهى بتصنيف ائتماني ضمن فئات الدرجة الاستثمارية.

- السندات المصنّفة كغير استثمارية (المعروفة أيضاً باسم السندات المخاطرة أو ذات العائد المرتفع أو غير المرغوب فيها). وهي أكثر عرضة إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي الحاد أو الركود من نظيراتها من الدرجة الاستثمارية، فوضعها المالي أضعف (على سبيل المثال، ديون أعلى و/أو انخفاض الاحتياطيات النقديّة). علاوةً على ذلك، فإن أسواق السندات هذه غير سائلة ؛ وبذلك، فإنَّ السندات غير ذات الدرجة الاستثمارية تلائم المستثمرين أكثر على المدى البعيد (على سبيل المثال، صناديق التقاعد وصناديق الثروة السيادية).

تجدر ملاحظة أنَّ هذه المصطلحات لا تُستخدم فعلياً من قِبَل الوكالات، لكن تُستنتج من خلال ممارسات القطاع.

٤- الملكية العقارية

هدف التعلّم	
٣-٤-١	معرفة السمات الأساسية للاستثمار في العقارات: الاستثمار المباشر؛ الصناديق العقارية؛ صناديق الاستثمار العقاري المتداولة (ريتس)

أدت الشعبية المتزايدة للملكية العقارية كاستثمار على مدار العقد الماضي إلى جعل هذه الفئة الرئيسة من الأصول مكوناً أساسياً في العديد من محافظ الاستثمار. سوف نركز في هذا القسم على السمات الأساسية لسوق العقارات وكيف يمكن للمستثمرين الوصول إلى هذه الفئة من الأصول عبر أدوات صناديق الاستثمار في الأملاك العقارية أو الصناديق العقارية.

تتوفر للمستثمرين سبلٌ عدة للاستثمار في العقارات، نذكر منها:

- إنشاء محفظة من العقارات والأراضي التي يملكها المستثمر مباشرة
- أو الاستثمار في الشركات العقارية المدرجة أو صناديق الاستثمار العقاري المتداولة (صناديق ريتس)
- أو الاستثمار في صناديق الاستثمار العقاري المشتركة وغيرها من الأدوات المشابهة.

سنبحث الآن في الاستثمارات العقارية المباشرة وغير المباشرة على التوالي.

٤-١ الاستثمار المباشر في العقارات

يمكن للعقارات، بوصفها فئة من فئات الأصول، أن توفِّر للمستثمر مزايا حقيقية.

مزايا الاستثمار في العقارات:

- عوائد إيجابية على المدى البعيد إلى جانب انخفاض التذبذب وكونها مصدر دخل يُعوَّل عليها
- عوائد مطلقة مغرية، لا سيّما في مواجهة التضخم عندما تُقاس على مدى فترات طويلة بما يكفي (أي عشر سنوات على الأقل)
- تنويع المحفظة الاستثمارية
- **ارتباط** منخفض نسبياً بالأصول الأخرى (مثل السندات والأسهم)، وبذلك توّفر إمكانية التنويع.

تختصّ العقارات عن فئات الأصول الأخرى بالسمات الفريدة الآتية:

- يُعَدّ كل منها فريداً من نوعه من حيث الموقع والبنية والتصميم.
- يرتبط تحديد قيمة العقار أو الأرض بالاعتبارات الشخصية للمستثمرين، فتداول العقارات لا يحدث في سوق مركزية كما لا تتوفر بياناتٌ موثوقة ومحدّثة باستمرار عن الأسعار.
- تخضع العقارات والأراضي لاعتبارات قانونية معقدة وتكاليف عالية للمعاملات عند نقل ملكيتها.
- تفتقر العقارات إلى السيولة نتيجة لعدم توفرها للتداول مباشرةً.
- في ظل غياب إمكانية شراء العقارات في هيئة وحدات منفصلة، فإن من الصعب تنويع المحفظة الاستثمارية.
- تُعَدّ الأراضي مورداً محدوداً وقد تُفرض عليها قيود أخرى بموجب التشريعات ولوائح التخطيط العمراني المحلية، ولذا يتأثر السعر بصورة أساسية بالتغيرات في الطلب.

إذا قرر مدير استثمار أن يضمّن تخصيص للعقارات ضمن المحفظة التي يديرها، يحتاج إلى دراسة ما إذا كان الاستثمار في القطاع السكني أو التجاري ملائماً للمحفظة التي يديرها. لذا لا بدّ من فهم الفوارق بين الاثنين، ونستعرض فيما يأتي بعض الفروق الجوهرية:

	العقارات السكنية	العقارات التجارية
الاستثمار المباشر	تتوفّر مجموعة متنوعة من فرص الاستثمار بما في ذلك شراء منزل ثانٍ ومنزل لقضاء العطلات ومنزل بهدف تأجيره	نظراً إلى حجم الاستثمار الكبير تتوفر فرص محدودة للاستثمار المباشر الذي يعد حكراً على شركات العقارات والمستثمرين المؤسسيين
عقود الإيجار	عقود قصيرة الأجل قابلة للتجديد عموماً	عقود طويلة الأجل تزيد آجالها على عشر سنوات عادة
الصيانة	تقع مسؤوليتها على صاحب العقار	تقع مسؤوليتها على المستأجر
العوائد	ترتبط إلى حدٍّ كبير بارتفاع أسعار المنازل	يمثل دخل الإيجار عنصراً جوهرياً من عائد الدخل

وللاستثمار المباشر في العقارات عدد من المزايا. فلطالما كانت العقارات، بوصفها فئة من فئات الأصول المالية، تقدِّم عوائد حقيقية إيجابيّة طويلة الأجل، وذلك بواسطة الدخل الناتج عن الإيجار و/أو نمو رأس المال بالتزامن مع مستوى المخاطرة المنخفض والتدفق المنتظم للدخل. كما أن الاستثمار في العقارات يعود على المحفظة بمزايا التنويع بسبب ضعف ارتباطها بفئات الأصول التقليدية والبديلة (على الرغم من أن قوة هذا الرابط يمكن أن تشتدّ سريعاً عندما يزداد التوتر في السوق).

لكن العقارات، كما غيرها من فئات الأصول، متعلّقة بالدورة الاقتصادية وعرضة لفقاعات أسعار الأصول، كما شهدنا في أسواق عديدة. فالعقارات شهدت ارتفاعاً ملحوظاً خلال العقد السابق للأزمة المالية العالمية، من دون أي انخفاضات كبيرة، واقتنع كثير من المستثمرين أنَّ العقارات كانت رهاناً مضموناً ولا يُمكن لأسعارها إلّا أن تستمر في الارتفاع؛ وعززت الانخفاضات اللاحقة في سوق العقارات فكرة أن أسعار العقارات يُمكن أن تنخفض أو ترتفع. علاوةً على ذلك، وبسبب سيولة الاستثمار في العقارات المنخفضة وارتفاع تكاليف المعاملات التجارية المرتبطة بنقل ملكيتها فإنّ الاستثمار المباشر في عدّة عقارات لا يُناسب سوى صناديق الاستثمار الكبيرة مثل صناديق التقاعد أو المستثمرين ذوي الثروات الضخمة.

إلى جانب ذلك، يعدّ السعر من الخصائص الجوهرية التي تميِّز العقارات عن الأصول الأخرى. فلا يتسنّى إلّا لكبار المستثمرين شراء عقارات كافية لإنشاء محفظة متنوعة، وقد يميل هؤلاء المستثمرون إلى تجنب العقارات السكنية والتركيز بدلاً منها على العقارات الصناعية والتجارية والأراضي الزراعية (مثل العقارات الزراعية) أيضاً، بينما قد يسعى صغار المستثمرين الراغبين في إدراج العقارات داخل محفظة متنوعة بدلاً من ذلك إلى الاستثمار غير المباشر في العقارات والأراضي، وذلك إمّا بواسطة الاشتراك في صندوق استثمار مشترك (مثل صناديق الاستثمار العقاري المتداولة) أو شراء أسهم في شركات العقارات المدرجة للاكتتاب العام.

تتضمن المخاطر المرتبطة بالاستثمار العقاري ما يأتي:

المخاطر المرتبطة بالعقارات

- موقع العقار.
- تأثير استخدام العقار على قيمته.
- تخلّف المستأجرين عن الدفع.
- مدة عقد الإيجار.
- غياب الشفافية/ التقييمات اليومية.

العيب الرئيس للعقارات هو أنها ليست منتجاً موحداً يُمكن الاستثمار فيها، لأن موقعها وإدارتها أساسيان لربحيتها، لذلك فهي تتطلب بحثاً وفهماً أعمق لاستيعاب أي مخاطر تنطوي عليها.

مخاطر السوق

- تأثير التغيرات في أسعار الفائدة على تقييمات العقارات.
- أداء قطاعات العقارات الفرديّة.
- توقعات نمو الدخل الناتج عن الإيجار.

مخاطر أدوات الاستثمار

- مدى سيولة أدوات الاستثمار غير المباشر.
- مستوى تنويع المحافظ المدارة.
- مستوى الرفع المالي.

على الرغم من أنَّ العقارات تتميز بمكانة قيّمة في محفظة متنوّعة بشكل جيد، لا ينبغي التغاضي عن مخاطرها وقلة سيولتها، فقد شهدت الأزمة المالية العالمية الأخيرة انخفاض قيم العقارات السكنية والتجارية على السواء انخفاضاً كبيراً. وعجز المستثمرون عن بيع عقاراتهم مباشرةً، وفرضت صناديق العقارات قيوداً على المستثمرين لوقف الاسترداد حيث حاول مدراء الصناديق حصر الأضرار التي كانت ستقع لو تمّ إغراق السوق بالمبيعات الإجبارية. في بعض البلدان، تكرر هذا النمط مرة أخرى في أثناء جائحة كوفيد-١٩، مما أدى إلى أن تفرض الصناديق تأجيل الاسترداد مرة أخرى. وجدير بالذكر أنَّ الأسباب الكامنة وراء هذه القيود كانت متباينة: فخلال الأزمة المالية العالمية، انخفضت قيمة العقارات انخفاضاً حاداً حيث واجه المستثمرون ضائقة مالية، في حين كان من الصعب (إن لم يكن من المستحيل) إدارة عقارات موثوقة التقييمات مع فرض عمليات الإغلاق.

٢-٤ الصناديق العقارية

ليس من المستغرب أن يتوفر للمستثمر عدد كبير من صناديق الاستثمار في العقارات، ولا توجد طريقة واحدة للتصنيف قيد الاستخدام. لكن يمكن التمييز بينها بطرق عديدة تتضمن ما إذا كانت:

- صناديق مدرجة أو غير مدرجة في البورصات
- **صناديق مفتوحة** أو **مغلقة**
- صناديق يتم تداولها في البورصة (صناديق الاستثمار العقاري المتداولة أو صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة) أو مباشرة مع مدراء الصناديق (مثل صناديق الاستثمار العقاري المشتركة)
- صناديق متاحة أمام المستثمرين الأفراد أم حكر على المستثمرين المؤسسيين وحدهم
- صناديق مهيكلة على صورة شركات أو شراكات أو صناديق استثمار أو اتفاقيات تعاقدية.
- صناديق منخفضة المخاطر أو عالية المخاطر

فيما يتعلّق بالمخاطر، جرت العادة على التمييز بين أربعة أنواع أساسية من الصناديق العقارية:

- **الصناديق المركزية**: صناديق العوائد الأقلّ والمخاطر الأدنى التي تكون مفتوحة عادة وتهدف إلى تحقيق عوائد وفقاً لمعايير مرتبطة بمؤشر مستقرّ من مؤشرات العقارات.
- **الصناديق المركزية المعزَّزة**: ترتبط بمخاطر منخفضة إلى متوسطة، حيث إنَّ العقارات عالية الجودة مماثلة للصناديق الأساسيّة وهي نشطة بشكل جيد، لكن الفرق الرئيس هو أنها تميل إلى استخدام ما بين ٤٠٪ إلى ٦٠٪ من الرافعة المالية لتحقيق عوائد أعلى.
- **الصناديق ذات القيمة المضافة**: تستخدم هذه الصناديق إستراتيجية الرفع المالي (ما بين ٦٠٪ و٧٥٪) وأسلوب يعتمد أكثر على **الإدارة النشطة (أو الفاعلة)** للحصول على عوائد أعلى.
- **الصناديق الانتهازية**: صناديق مغلقة عادةً وتهدف إلى انتهاز الفرص السانحة للاستحواذ على العقارات من البائعين المتعثرين مالياً وصناديق إعادة الاعمار وفي الأسواق الناشئة؛ وهذه الصناديق أقرب في طبيعتها إلى صناديق الاستثمار في الملكية الخاصة.

ينبغي للمستثمرين في العقارات أن يكونوا حذرين من المخاطر المحتملة من ثلاث نواحٍ رئيسة هي: التذبذب، والتنويع، والسيولة. وينبغي لهم أيضاً أن يحذروا من الصناديق التي تتركز تركزاً شديداً في قطاع أو منطقة معيّنة؛ فالانتشار الجيد للعقارات في قطاعات التجزئة والمكاتب والعقارات الصناعية لا بدّ أن يؤدي إلى تنويع المخاطر الخاصة بقطاع معيّن.

على المستثمرين أيضاً أخذ الحيطة والحذر من مخاطر السيولة المختلفة التي يمكن أن تنجم عن صناديق الاستثمار المفتوحة. فصناديق الاستثمار العقاريّ، عموماً، توّفر سيولة للمستثمرين الذين يمكنهم استرداد أسهمهم/ وحداتهم في أيّ وقت، مع توزيع العائدات في غضون أيام قليلة. لكن أسواق العقارات أقل سيولة؛ فقد يُستغرق بيع العقار ستة أشهر، إن لم يكن أكثر. ولمعالجة حالة عدم تطابق السيولة هذه، اقترحت هيئة مراقبة السلوكيات المالية (FCA) في المملكة المتحدة فترة إخطار مدتها ١٨٠ يوماً للاسترداد من صناديق الاستثمار المفتوحة، مما يؤدي إلى تقديم صناديق أصول طويلة الأجل (LTAFs) في العام ٢٠٢١. وتدرس هذه المسألة أيضاً هيئات تنظيمية على مستوى العالم. (جدير بالملاحظة أن صناديق الاستثمار المغلقة وصناديق الاستثمار المفتوحة المستثمرة بشكل غير مباشر لا تواجه مشكلات في السيولة، حيث يجري تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية أو يُمكن بيع أسهم العقارات الأساسيّة على التوالي).

١-٢-٤ صناديق الاستثمار العقاري المتداولة (REITs)

وبعبارة بسيطة، يُعَدّ صندوق ريتس شركة تمتلك عقارات مدرة للدخل وتشغّلها، وقد تكون هذه العقارات إما تجارية أو سكنية. وتختلف هذه الشركة عن الشركات المدرجة أسهمها في البورصة التي تمتلك محفظة من العقارات من حيث أنها غير ملزمة بسداد ضرائب على أي دخل أو أرباح على محفظة الأملاك العقارية، بل توزّعها على المستثمرين في صيغة دخلٍ، وتقع على عاتق حملة الأسهم مسؤولية سداد الضرائب المستحقة عليهم. وبذلك تتجنّب هذه الصناديق مشكلة الازدواج الضريبي. وهذا يخضع عادةً للشروط التأهيلية التي تحدّدها هذه الصناديق.

تُعَدّ صناديق الاستثمار العقاري المتداولة (ريتس) من الصناديق الناجحة والمستقرة في الولايات المتحدة وأستراليا وكندا وفرنسا واليابان وسنغافورة وهونغ كونغ. وفي بعض الدول، يجب على صناديق الاستثمار العقاري المتداولة، بموجب القانون، الحفاظ على معدل **توزيعات أرباح الأسهم** عند ٩٠٪ على الأقل، ما يجعلها مفضَّلة لدى المستثمرين الباحثين عن الدَّخل. ويمكن لصناديق ريتس أن تقتطع هذه الأرباح وبذلك تتجنب معظم الالتزامات الضريبية أو جميعها، على الرغم من أن المستثمرين مع ذلك يدفعون ضريبة الدخل على المدفوعات التي يتلقونها. ولدى العديد من صناديق ريتس خطط لإعادة استثمار توزيعات أرباح الأسهم، ما يتيح لها تركيب العوائد بمرور الوقت.

مثال

في المملكة المتحدة، إذا كان المستثمر يمتلك أسهماً في شركة عقارية، لا يكفي أن تلتزم الشركة بسداد ضريبة الشركات فحسب، بل إن المستثمر ملزمٌ بسداد الضريبة على الدخل على أيّ من توزيعات أرباح الأسهم وضريبة أرباح رأسمالية (CGT) على أي نمو.

وفقاً للقوانين الخاصة بصناديق ريتس، يبقى المستثمر مسؤولاً عن دفع ضريبة الدخل على توزيعات الأرباح وضريبة الأرباح الرأسمالية على أي أرباح حقّقها نتيجة البيع. لكن الفرق الرئيس هو إعفاء المؤسسات من ضريبة الشركات، بشرط توزيع نسبة لا تقلّ عن ٩٠٪ من الأرباح على المساهمين.

تقوم شركات الاستثمار العقاري المتخصِّصة بإنشاء إصدارات جديدة من صناديق ريتس لسدِّ الطلب عليها، وفي حال كان أحد صناديق ريتس يسعى إلى انتهاز الفرصة المواتية للاستحواذ على شركة بعينها، فقد يشهد الإصدار الجديد إقبالاً كبيراً، الأمر الذي قد يؤثّر على الأسعار والعوائد.

يتم تداول صناديق ريتس في البورصة على غرار غيرها من الأسهم الأخرى، وهذا معناه أنها عالية السيولة، وبالتالي يسهل شراؤها وبيعها كما يمكن تحقيق أرباح مباشرة. يتحدد سعر التداول بناءً على العرض والطلب، وبذلك فقد تُتدَاول بعلاوة أو بخصم على صافي قيمة الأصول في محفظة العقارات المُدارة. لذا، فإنها تعدّ أحد أنواع صناديق الاستثمار المغلقة.

توفِّر صناديق ريتس للمستثمرين فرص الوصول إلى الاستثمار العقاري المحترف، كما تقدم لهم فرصاً جديدة، على سبيل المثال، القدرة على الاستثمار في مناطق جغرافية أو قطاعات عقارية مختلفة. وهذا يسمح لهم بتنويع مخاطر امتلاك استثمارات عقارية مباشرة. كما يزيل هذا النوع من شركات الاستثمار المخاطر الأخرى الناجمة عن تملّك الاستثمارات العقارية مباشرة، أي مخاطر التسييل أو مخاطر عدم القدرة على تحقيق مكاسب على الاستثمارات بيسرٍ وسرعة.

لقد شهد عدد الشركات العقارية على مستوى العالم نموّاً هائلاً وسريعاً على مدار السنوات العشرين الماضية. ويرجع ذلك إلى الأداء المتميز للعقارات، الأمر الذي أسفر عن نمو كبير في عدد شركات صناديق ريتس.

٤-٢-٢ الاستثمار في صناديق العقارات

نظراً إلى طبيعة العقارات التي تفتقر إلى السيولة، يعدّ الاستثمار في صناديق العقارات حلاً عملياً للمستثمرين. وفيما يأتي بعض العوامل التي يجب على المستشار المالي التركيز عليها عند الاستثمار في صناديق العقارات:

- الفقاعات الاقتصادية
- والسيولة النسبية للشركات العقارية مقابل صناديق الاستثمار
- ومعدلات الرفع المالي (أو التعزيز بالاقتراض) المسموح بها
- ورسوم الاستحقاق ومهلة الإشعار.

يمكن تداول صناديق الاستثمار المدرجة في البورصة بسهولة وعلى نحوٍ يومي، وعلى الرغم من ارتباط التسعير بصافي قيمة الأصول (NAV) لمحفظة الاستثمار العقاري المُدارة. يمكن أن تختلف الأسعار كثيراً عن صافي قيمة الأصول، وعلى عكس ذلك، يتم تداول صناديق الاستثمار المشتركة عند صافي قيمة الأصول، لكن ليس من الممكن تداولها على نحو يومي بالضرورة، حيث يتم تحديد قيمة العديد من الصناديق في مواعيد شهرية أو ربع سنوية.

ويمكن لصناديق العقارات استخدام مستويات متفاوتة من الرفع المالي تتراوح ما بين ٠٪ إلى ٩٠٪، والكثير منها تقتصر على مستوى يتراوح بين ٥٠٪ و٧٠٪. يمكن أن يعزز الرفع المالي العوائد، لكنّه في الوقت ذاته يعرِّض الاستثمار للمخاطر. ويجب على المستشار الماليّ أن يكون مدركاً لنوع صندوق الاستثمار العقاري الذي يدرسه ومستوى الرفع المالي المستخدَم، ومن ثمّ يقيم حجم المخاطر والأرباح المحتملة في ضوء قدرة المستثمر على تحمل المخاطر.

على المستشارين الماليّين ومدراء المحافظ أن يكونوا على دراية بمعدل استرداد صناديق الاستثمار مع المدراء، كما يجب عليهم التأكد مما إذا كان مدير الصندوق يفرض غرامات على الاسترداد المبكّر للاستثمار قبل أوان استحقاقه أو مُهَل إشعار. كما ذكرنا سابقاً، شهدت السنوات الأخيرة عدداً من الصناديق العقارية التي فرضت غرامات على الاسترداد المبكر للاستثمار قبل موعد استحقاقه لردع المستثمرين عن بيع استثماراتهم ولإجبار صندوق الاستثمار العقاري على البيع بأسعار بخسة. كما تفرض صناديق أخرى مهلة إشعار مدتها ١٢ شهراً، مما يؤدّي فعلياً إلى حجز أموال المستثمر في الصندوق.

٥- حقوق الملكيّة (Equities)

هدف التعلّم

٣-٥-١ فهم أنواع الأسهم والاستثمارات المرتبطة بالأسهم الآتية: أنواع الأسهم- الأسهم العادية والأسهم العاديّة بدون قيمة اسميّة والأسهُم الممتازة وغيرها؛ إيصالات الإيداع الأمريكية والعالمية؛ عقود الكفالة وعقود الكفالة المضمونة

لقد حقَّقت الاستثمارات في الأسهم عبر التاريخ عوائد مرتفعة مقارنة بغيرها من فئات الأصول، وقد تفوّقت في الأداء على فئات الأصول الأخرى على المدى الطويل. لكن لهذه العوائد ثمناً كبيراً لأن أسواق الأسهم قد تكون شديدة التذبذب وأيضاً بسبب ارتفاع معدل المخاطر المرتبطة بامتلاك الأسهم مُقارنةً بفئات الأصول الأخرى.

يعرِّض الاستثمار في الأسهم المستثمرين للمخاطِر كلها التي تتعرض لها الشركة، وفي الوقت ذاته يحصل حملة الأسهم على حصّة من أيّ أرباح تحقِّقها الشركة. فإذا كان أداء الشّركة جيّداً، يحقق حملة الأسهُم الرّبح الوفير. أمّا إذا تكبّدت الشركة الخسائِر وعجزت عن تحقيق الأرباح، فيتحمل حملة الأسهم عبء الخسارة من حيث النسبة المئوية للانخفاض في سعر فئة الأصول.

قد يحصل حملة الأسهم على توزيعات أرباح أسهم سنوياً في حال أعلنت عنها الشركات. ويحقّ لهم، بوصفهم مزوّدي رأس المال المخاطر للشركة، التصويت بالرّفض أو القُبول على أي **قرار** يطرحه مدراء الشركة في جمعيات الشركة العمومية.

وفي حال توقفت الشركة عن ممارسة نشاطها نهائياً (يقال عادة إنّ الشركة في هذه الحالة تتعرض إلى تصفية)، لا يحصل المساهمون على حصصهم من ثمنها إلا بعد أن يتمّ سداد مستحقات أصحاب المصلحة الآخرين كلهم. فإذا لم يبقَ شيء، لا يحصل حملة الأسهم العادية (ممن يحتلون المرتبة الأدنى في هيكل رأس المال) على أي شيء مطلقاً. أما إذا بقي مبلغ ما من المال، فيتقاسمه حملة الأسهم العادية كله فيما بينهم.

٥-١ أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم إلى فئتين أساسيتين: الأسهم العادية وأسهم الأفضليّة (الأسهم الممتازة). تعرف الأسهم بأسماء متنوعة تختلف من دولة لأخرى، لكن على الرغم من اختلاف الأسماء، تتمتّع الأسهم كلها بالخصائص الأساسية نفسها. وتتمحور الاختلافات فيما بينها حول مستوى الدخل الذي يتلقاه المستثمر وحقوق التصويت بالنسبة إلى هاتين الفئتين.

٥-١-١ الأسهم العادية (Ordinary Share)

عند تأسيس شركة لأول مرة، يجتمع الأفراد أو العائلات أو الشركاء في العمل أو المستثمرون معاً، وعقب إتمام الإجراءات القانونية لإنشاء الشركة، يكتتب هؤلاء على المشاركة برأس المال الأولي الذي تحتاجه الشركة لتباشر نشاطها التجاري.

يساهم كل طرف من هذه الأطراف بنصيب من رأس المال الأولي للشركة أو بسهم من رأس المال، ومن هنا جاء استخدام كلمة "أسهم".

مثال

أنشئت شركة لأول مرة، وقرر المستثمرون أن الشركة بحاجة إلى رأس مال أولي قدره ١٠٠,٠٠٠ جنيه إسترليني لتبدأ في ممارسة نشاطها التجاري. يُسجل الاكتتاب في رأس المال الأولي في دفاتر الشركة، كما تقيَّد الملكية بحسب إصدار الأسهم، قدِّر **رأس المال المساهم** الصادر عند تأسيس الشركة بمبلغ ١٠٠,٠٠٠ جنيه إسترليني، ويمكن تقسيم هذا المبلغ إلى ١٠٠,٠٠٠ سهم عادي بقيمة جنيه واحد لكلّ سهم، وبذلك يحصل كل مستثمر على شهادة مسجل فيها عدد الأسهم التي يمتلكها؛ وتاريخياً، كانت هذه الشهادات عبارة عن وثائق مادية، لكنها أصبحت وثائق إلكترونية في وقتنا الحاضر.

في هذا المثال، يشار إلى الأسهم على أنها "أسهم عادية بقيمة ١ جنيه إسترليني"، ولذا يشار إلى كل سهم على أنّ له قيمة اسمية قدرها ١ جنيه إسترليني. وبعد مضيّ بعض الوقت على بدء الشركة بممارسة نشاطها، قد تصبح قيمتها أعلى أو أقل من ١٠٠,٠٠٠ جنيه إسترليني- أي رأس المال الأولي- لكن تظل الأسهم أسهماً عادية بقيمة اسميّة قدرها ١ جنيه إسترليني مهما بلغت هذه القيمة. وبعبارة أخرى، يفقد عنصر "١ جنيه إسترليني" المشار إليه في تسمية السهم معظم أهميته بعد انتهاء هذه المدّة الأولية.

وبذلك تمتلك كل شركة أسهماً عادية قيد الإصدار. ويكتتب هؤلاء المستثمرون على المشاركة في مخاطر رأس مال الشركة، وبذلك يرتبط أداء استثمارهم ارتباطاً وثيقاً بحسن أداء تلك الشركة.

تشمل عملية تأسيس الشركة تعيينَ مجلس إدارة الشركة الذي يملك صلاحيات إدارة نشاطاتها على نحو يومي، ويقوم أعضاء مجلس الإدارة بهذا الدور نيابة عن المستثمرين. ولكي تتاح للمساهمين الفرصة لممارسة حقوق الملكية الخاصة بهم، يحق لهم الإدلاء بأصواتهم فيما يتعلق بإعادة تعيين أعضاء مجلس الإدارة أو عدم إعادة تعيينهم، كما يحق لهم التصويت على القرارات الجوهرية في الشركة.

يتوقّع حملة أسهم الشركة الحصول على نصيب من أرباح الشركة شريطة أن تحقق أرباحاً كافية، وبذلك يحق لهم الحصول على توزيعات أرباح الأسهم بما يتناسب مع ملكيّة كل منهم من الأسهم.

ويُعد هذا النوع من الأسهُم العاديّة ذات القيمة الاسميّة النّمط الشائع في المَملكة المُتّحدة، لكنّه يوجد أيضاً في أستراليا والبحرين والصين ودبي وسنغافورة وإسبانيا، إضافة إلى بلدان أخرى.

٥-١-٢ الأسهم العادية بدون قيمة اسميّة (Common Shares)

يعدّ السهم العادي بدون قيمة اسميّة نوعاً بديلاً من أنواع الأسهم، كما يشار إليه بالإنجليزية أحياناً باسم common stock. تتمتّع هذه الأسهم بخصائص الأسهم العادية ذاتها من حيث أن كلّ سهمٍ يمثّل جزءاً من ملكية الشركة. كما يتمتّع حملة هذه الأسهم عادةً بحق التصويت والحقّ في توزيعات أرباح الأسهم، بالإضافة إلى أنهم يتحملون المخاطر المتعلقة برأس مال الشركة على غرار الأسهم العادية الوارد وصفها أعلاه. لكنّ الفارق الجوهري الذي يميزها عن الأسهم العادية فيتمثل في أنها لا تحمل قيمة اسمية.

تُعَدّ أسهم الشركات في الولايات المتحدة أوضح مثال على هذا النوع من الأسهم العادية، تُستخدم في عدد من البلدان الأخرى أيضاً.

٥-١-٣ أسهم الأفضليّة (الممتازة)

قد تُصدر بعض الشركات، بالإضافة إلى الأسهم العادية، **الأسهم الممتازة** أو أسهم الأفضليّة.

تختلف الشروط التي تصدر بموجبها الأسهم الممتازة من شركة لأخرى، لكنّ لحملة هذا النوع من الأسهم عموماً أولويةٌ في المطالبة بموجودات الشركة وأرباحها على حملة الأسهم العادية أو (Common stock).

تتمتّع أسهم الأفضليّة بالخصائص الآتية:

- **لا يحق لحملتها التصويت** إلّا في ظروف معينة خاصة كما يحدث في حال تأخر الشركة عن توزيع أرباح الأسهم
- **تعود على المستثمر بتوزيعات أرباح ثابتة كل سنة**، ويُحدَّد هذا المبلغ عند إصدار السهم لأول مرة
- **تتمتّع بالأفضلية على الأسهم العادية/ (common stock)** من حيث سداد قيمتها في حالة تصفية الشركة، وذلك في حدود مبلغ معيّن.

وبناءً على ذلك، تتميز الأسهم الممتازة بأنها أقل مخاطرةً من الأسهم العادية/ (common stock)، لكنّها أيضاً أقل قدرة على توليد الأرباح. ولا يحق لحملة هذه الأسهم بصورة عامة التصويت على قرارات الشركة، لكن يحق لهم الحصول على أرباح أسهم موزّعة ثابتة كل عام طالما استمرَّت الشركة في تحقيق أرباح كافية. ويجب على الشركة سداد هذه الأرباح قبل دفع أيّ أرباح أخرى لحملة الأسهم العادية، ومن هنا نشأ مصطلح "الأفضليّة".

وعادةً ما يحصل حملة الأسهم الممتازة على معدَّل ثابت من الأرباح الموزّعة على أساس القيمة الاسمية للأسهم (فإذا صدر سهم ممتاز بقيمة ١ جنيه إسترليني وبسعر فائدة قدره ٦٪، سيحصل حامل السهم على إجمالي ربح موزّع قدره ٠,٠٦ جنيه إسترليني سنوياً عن كل سهم). ولا تلتزم الشركة بتوزيع أرباح الأسهم ما لم تحقِّق أرباحاً كافية وما لم يعلن مجلس إدارة الشركة عن دفع توزيعات الأرباح، لكنه أحياناً يحق له الحصول على توزيعات أرباح إضافية متغيّرة بناءً على أداء الشركة (المشاركة).

غالباً ما يشار إلى سهم الأفضليّة على أنه ورقة مالية هجينة، وذلك لأنه يجمع بين خصائص الدين والسهم في آنٍ معاً:

- تشبه الأسهم العادية من حيث أنها جزء من رأس مال الشركة المساهم، لكنها
- تتشابه مع الديون، في أنَّ توزيعات أرباحها ذات مردود ثابت ولها الأولوية على حساب الأسهم العادية، وفي حال التصفية، يُدفع لحملة أسهم الأفضليّة قبل حملة الأسهم العادية من عائدات التصفية.

وتصدر معظم أسهم الأفضليّة في صيغة أسهم مجمّعة للأرباح، وهذا يعني أنّ لحملة أسهم الأفضليّة حقّ الحصول على الأرباح المتأخرة كافة من السنوات السابقة قبل أن تقوم الشركة بتوزيع أرباح الأسهم العادية على المساهمين. وفي حال تأخرت الشركة عن دفع توزيعات أرباح الأسهم الممتازة، يصبح من حق حملة هذه الأسهم التصويت على قرارات الشركة. وتصدر بعضها في صيغة أسهم غير مجمّعة؛ وفي هذه الحالة لا يحصل حملتها على أيّ أرباح فائتة ولا تُدفع لحملة أسهم الأفضليّة مستقبلاً.

مثال

تدفع شركة السبيل العامّة في العادة لحملة أسهمها الممتازة توزيعات أرباح مقدارها ٢ يورو لكل سهم، وقد أعلنت الشركة أنها لم تحقق أرباحاً كافية للوفاء بهذا الالتزام. إذا افترضنا وجود أرباح كافية في السنة المقبلة، فيحصل حملة الأسهم الممتازة المجمّعة للأرباح على توزيعات أرباح بقيمة ٤ يورو، مقابل ٢ يورو فقط للأسهم الممتازة العادية، ما يؤدي إلى خسارة المبلغ بقيمة ٢ يورو غير المدفوع من الفترة السابقة.

ومن الأنواع الأخرى لأسهم الأفضليّة ما يأتي:

- **أسهم الأفضليّة المشارِكة في الأرباح** - تخوّل هذه الأسهم حملتها بالحصول على نسبة من أرباح الشركة إلى جانب حقهم في توزيعات أرباح أسهم ثابتة إذا تجاوزت توزيعات أرباح الأسهم العادية حداً معيناً سبق تحديده.
- **أسهم الأفضليّة القابلة للاسترداد** – تصدر أسهم الأفضليّة هذه بسعر وتاريخ استرداد مُحدد مُسبقاً. تصدر بعض أسهُم الأفضليّة المُمتازة القابلة للاسترداد بوصفها **أسهم أفضليّة قابلة للتحويل** إلى عدد محدّد من الأسهم العادية.

- **أسهم الأفضليّة غير القابلة للاسترداد** – لا تصدر بتاريخ محدد لسداد ثمنها ، وعادةً لا يجري سدادها إلا في حال تصفية الشركة. والمبلغ الذي يتقاضاه المستثمر هو القيمة الاسمية للأسهم، بشرط وجود أموال كافية، وتُدفع لحامليها قبل المساهمين العاديين (بالتفضيل عليهم).
- **أسهم الأفضليّة القابلة للتحويل** – يتوفر لحامل هذا النوع من أسهم الأفضليّة، إلى جانب حقه في الحصول على أرباح موزّعة ثابتة، خيار تحويل أسهم الأفضليّة إلى أسهم عادية في الشركة بسعر أو معدل محدد مسبقاً وفي مواعيد محددة مسبقاً أيضاً. وفي حال اختار حامل الأسهم عدم تحويلها، فإنه يستمر ببساطة في الحصول على توزيعات أرباح الأسهم الثابتة بالمعدّل نفسه حتى حلول تاريخ الاسترداد المتَّفق عليه.

جدير بالملاحظة أنَّ أسهم الأفضلية قد تكون من نوع أو أكثر في الوقت ذاته.

مثال

قد يمتلك أحد المستثمرين على سبيل المثال أسهماً ممتازة صادرة عن مصرف البركة. وهي في هذه الحالة أسهم ممتازة غير مُجمِّعة للأرباح وغير قابلة للاسترداد بقيمة ١,٠٠٠ جنيه إسترليني وبسعر جنيه إسترليني واحد لكلّ سهم بسعر فائدة قدره ٧ ٨\٣ ٪.

مما يعني:

- حصول هذا المستثمر على توزيعات أرباح أسهم ثابتة بنسبة ٧ ٨\٣ ٪ كلّ عام تُسدَّد على قسطين متساويين نصف سنويين (مثلاً في ١ أبريل و١ نوفمبر).
- احتساب توزيعات أرباح الأسهم عن طريق ضرب القيمة الاسمية للأسهم المملوكة (١,٠٠٠ جنيه إسترليني) في سعر الفائدة وقدره ٧ ٨\٣ ٪، فتكون توزيعات أرباح الأسهم السنويّة ٧٣,٧٥ جنيهاً إستراينياً متضمّنة الضريبة، حيث يُدفع هذا المبلغ على قسطين.
- دفع توزيعات أرباح الأسهم شريطة أن تُحقِّق الشركة أرباحاً كافية ويجب دفعها قبل سداد أي من توزيعات أرباح الأسهم لحملة الأسهم العادية.
- تكون أسهم الأفضليّة غير مُجمِّعة للأرباح، لذلك إذا لم تُحقِّق الشركة أرباحاً كافية لدفع أرباح الأسهم في إحدى السنوات، سيؤدي ذلك إلى خسارة تلك الأرباح.
- كما تكون أسهم الأفضلية غير قابلة للاسترداد، لذلك لا يوجد تاريخ ثابت لسداد ثمن الأسهم، ولن يُسدَّد 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.

٤-١-٥ أنواع الأسهم الأخرى

قد يشار إلى الأسهم العادية أيضاً على أنها "أسهم مدفوعة جزئياً" أو "أسهم مساهمة". وهذا يعني أنّ حامل السهم قد سدّد جزءاً فقط من قيمته الاسمية.

مثال

أنشئت شركة جديدة برأس مال أولي قدره ١٠٠ جنيه استرليني، وقد وزِّع رأس مال الشركة هذا على ١٠٠ سهم عادي بحيث تعادل القيمة الاسميّة لكل منها جنيهاً استرلينياً واحداً. فإذا دفع كل واحدٍ من حملة الأسهُم جنيهاً واحداً ثمناً لكل سهم منها، قيل إنَّ ثمن هذه الأسهُم "مُسدّد بالكامِل".

أما إذا ساهم حملة الأسهُم بنصف رأس المال الأولي فقط، أي ٥٠ جنيهاً بالمجمل، وبذلك يكون على حملة الأسهم دفع ٥٠ بنساً (٠,٥٠ جنيهاً) للسهم الواحد أي ما يعادل نصف رأس المال الأولي للشركة، يقال إنّ الأسهُم في هذه الحالة "مدفوعة جزئياً" ويجب على حملة الأسهم الالتِزام بدفع ما تبقّى من المبلَغ عندما تُطالِبهم الشرِكة المُصدِرة للأسهُم بذلك.

٥-١-٥ إيصالات الإيداع الأمريكية والعالمية (ADRs and GDRs)

تُعرَّف ايصالات الإيداع (DR) بأنّها أدوات مالية قابلة للتداول تُمثِّل حقوق مُلكية في الأوراق الماليّة الصادرة عن جهة إصدار أجنبية تقوم بالتداول عادةً خارج سوق البلد الرّئيس الّذي أُصدرَت فيه الأوراق. وتُوفّر إيصالات الإيداع طريقة فاعلة من حيثُ التّكلفة وبسيطة للاستثمار في الشّركات الأجنبيّة من دون تكبُّد التكاليف الباهظة المُرتَبطة عادةً بامتلاك أسهُم أجنبيّة.

ويُمكنُنا التمييز بين نوعين شائعين لهذه الإيصالات:

- إيصالات الإيداع الأمريكيّة (American Depositary Receipts ADRs)
- إيصالات الإيداع العالميّة (Global Depository Receipts GDRs)

عادةً ما تكون شهادات الإيداع الأمريكيّة وشهادات الإيداع العالميّة مقوّمة بالدولار الأمريكي وتصدر عن بنك إيداع. ويُسجّل بنك الإيداع هذا (أو، في بعض الأحيان، أمين الحفظ المحليّ) كمساهم في سجل أسهم الشركة. ويتمتع بنك الإيداع، باعتباره مساهماً مسجلاً، بحقوق المساهمين الكاملة ويمارسها نيابةً عن أصحاب حقوق الإيداع (لذلك يصوّت وفقاً لتعليماتهم، ويستلم أرباح الأسهم أو الأسهم المصدرة حديثاً). ويجوز لحامل شهادات الإيداع (الذي يُعدّ المالك المستفيد للأسهم الأساسيّة) إلغاء شهادات الإيداع في أيّ وقت ويصبح مباشرةً المساهم المسجل للأسهم الأساسيّة.

تُدرَج إيصالات الإيداع الأمريكية ويتمُّ تداولها في بورصة نيويورك (NYSE) و**بورصة ناسداك (Nasdaq Inc)**. ويجري تداول إيصالات الإيداع العالمية في **بورصة لندن (LSE)** بشكل رئيس.

في ظل ظروف معينة، يجوز لمصرف الحفظ الأمين إصدار إيصالات إيداع قبل الإيداع الفعلي للأسهم محل التعاقد. ويُطلق على هذا الإصدار من إيصالات الإيداع مصطلح الإصدار المسبق، ويجوز تداول إيصالات الإيداع الصادرة بهذه الصيغة. يتم إغلاق الإصدار المسبق قبل الإيداع بمجرد تسليم الأسهم محل التعاقد من قبل بنك الإيداع أو أمين الحفظ الخاص به.

٦-١-٥ عقود الكفالة (Warrants)

تُعَدّ عقود الكفالة أوراقاً مالية قابلة للتداول تصدرها الشركات التي تمنح حامل الورقة المالية حق شراء (استدعاء) أو بيع (سداد) عدد معين من أسهم الشركة العادية بسعر سبق تحديده عند حُلول تاريخ مُحدّد مسبقاً أو قبله. (بغض النظر عن القيمة السوقية الحالية للأسهم). ويجري تداولها في البورصة.

في حال اختار حامل عقد الكفالة ممارسة حقه بالشراء، على الشركة أن تُصدر أسهماً إضافية. في المقابل، في حال اختار حامل عقد الكفالة ممارسة حقه بالبيع، يحق له بيع عدد محدد من الأسهم الأساسية للجهة المُصدرة.

وبذلك، فإنَّ عقود الكفالة المضمونة مشابهة لعقود **خيارات الشراء**، على الرغم من وجود اختلافات رئيسة بينها:

	عقود الكفالة	خيارات الشراء
الجهة المصدر	الشركة التي تشكّل أسهمها أساس عقد الكفالة	بورصات الأوراق المالية أو بورصات الخيارات
نوع العقد	لا تتمتع سوى بقلة من السمات الموحدة (أي غير موحدة)	موحدة (على سبيل المثال، فترات الانقضاء، عدد الأسهم لكلّ عقد)
التبعية	عادةً ما تُصدر مع أدوات مالية أخرى، مثل السندات	تُصدر بشكل مستقل عن الأدوات المالية الأخرى، أو كمنتج منفصل
الشروط والأحكام	تحددها الشركة المُصدرة	تحددها البورصة
التداول	متداولة في البورصة	متداولة في البورصة وخارجها
الحيازة	طويلة الأجل (حتى ١٥ عاماً)	قصيرة الأجل (حتى عام واحد)
التنفيذ	في حال تنفيذه، تصدر الشركة أسهماً جديدة	في حال تنفيذه، تتغيّر ملكية الأسهم الحالية للشركة
تخفيض قيمة السهم	تتسبب عقود الكفالة في تخفيض قيمة السهم بسبب إصدار أسهم جديدة عند تنفيذها	لا تتضمن إصدار أسهم جديدة، لذلك لا تنخفض قيمة السهم

في المقابل، فإنّ عقد الكفالة المضمون مشتقٌ ماليّ موزَّق يصدر عن جهة غير الشركة التي يرتبط العقد بأسهمها. وقد جاءت تسميته من حقيقة أنّ جهة الإصدار تقوم عادةً بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد عند إصدار العقد (أي يوجد لدى الشركة ضمان في حال اضطرت إلى تسليم الأسهُم محل التعاقد وبذلك فإنها تحمي نفسها من مخاطر الحاجة إلى شراء أو بيع الأسهم في السوق بسعر قد يكون أعلى بكثير من قيمتها الأساسيّة).

تصدر عقود الكفالة المضمونة من قبل عددٍ من البنوك الاستثمارية الرائدة، وقد تصدر بناءً على أسهم أو مؤشرات أو عملات أو سلع فردية. وقد تستخدم إستراتيجيات الرفع المالي، على غرار عقود الخيار الفردية، أو قد تصدر من دون رفع ماليّ كما هي حال السلع.

٢-٥ الاستثمار في الأسهم

هدف التعلّم
٢-٥-٣ معرفة مزايا الاستثمار في الأسهم: توزيعات أرباح الأسهم؛ حقوق الاكتتاب؛ حقوق التصويت

١-٢-٥ مزايا الاستثمار في الأسهم

يعزى السبب الرئيس وراء تفضيل المستثمرين الأسهم العادية على السندات إلى الفائدة المضاعفة التي يحتَمل أن تنشأ عن امتلاك الأسهم، ألا وهي توزيعات أرباح الأسهم بالإضافة إلى احتمال تحقيق نمو في رأس المال. وغالباً ما يشار إلى مجموعهما بمصطلح المردود الكلي، الأمر الذي يعكس حقيقة أن كليهما يؤدّي دوراً محورياً لا يقل عن أهمية الآخر في المردود الذي يحققه المستثمرون مقابل تزويد الشركات برأس المال الذي يتعرض للمخاطر. لكنّ تحقيق مثل هذا النموّ في رأس المال وتوزيعات أرباح الأسهم يتوقف على نمو الأرباح التي تحققها الشركة وحالة سوق الأوراق المالية.

غالباً ما يواجه المستثمرون مفاضلة بين السعيّ إلى تنمية رأس المال والسعيّ وراء دخل. وقد توّفر الشركات التي تعيد استثمار معظم أرباحها في توسيع عملياتها وتحقيق نمو مستقبليّ عوائد على توزيعات أرباح الأسهم أقل، لأنها تعطي الأولوية لإعادة الاستثمار للتوسع المستقبلي وتعزيز آفاق النمو الأفضل. ومن جهة أخرى، فإنَّ الشركات التي توّزع جزءاً كبيراً من مالها المكتسب كتوزيعات أرباح الأسهم قد توّفر في بعض الحالات إمكانات نمو أقل، حيث قد يكون لديها رأس مال متاح أقل لإعادة الاستثمار، أو لا تُوجد فرص استثمارية مربحة لاستثمار تلك الأرباح. وفي الأساس، لا يمكن عادةً للمستثمرين أن يحققوا نمواً مرتفعاً ودخلاً مرتفعاً في الآن نفسه، وغالباً ما تعكس قراراتهم الاستثمارية تفضيلاتهم لأحد الأمرين على الآخر.

ثمَّة طريقة أخرى لتنقل الشركات أرباحها إلى المساهمين من خلال إعادة شراء أسهم: فتستخدم شركة أرباحها لتعيد شراء بعض أسهمها المملوكة للعموم، وبذلك تقلل عدد الأسهم، وترفع سعر السهم، مما يحقق مكاسب لمساهميها.

٢-٢-٥ توزيعات أرباح الأسهم (Dividends)

في العديد من الدول، تسعى الشركات عموماً، متى استطاعت إلى ذلك سبيلاً، إلى توزيع أرباح أسهم تتزايد باطراد. ويمكن أن يؤدي الهبوط الحاد في دفعات أرباح الأسهم إلى رد فعل سلبي جداً في صفوف المساهمين. وقد احتفظت بعض الشركات العالمية تاريخياً بأرباحها، ما زاد من القيمة المطلقة لأسعار الأسهم، مقارنة بتلك الشركات في المملكة المتحدة التي اعتادت دفع معظم المكاسب/ الأرباح التي تحقّقها في صيغة توزيعات أرباح الأسهم.

وعندما تشهد شركة ما تراجعاً في الأرباح، لكنها مع ذلك إما تحتفظ بنسبة توزيعات الأرباح أو تزيدها، لا تغطّي المكاسب المحقّقة توزيعات الأرباح بالكامل ويُطلق على هذه الأخيرة اسم توزيعات أرباح غير مغطاة أو مكشوفة، لأن أرباح العام الحالي ليست كافية لتغطية توزيعات الأرباح بشكل كامل. وتقوم الشركات بذلك في بعض الأحيان، لكن لا يُمكن لها الاستمرار على هذا النحو على المدى الطويل.

تسدد الشركات توزيعات أرباح الأسهم من أرباحها، التي يطلق عليها من الناحية الفنية مصطلح "الاحتياطيات القابلة للتوزيع". وتتكوّن هذه من أرباح الشركة بعد دفع الضريبة التي تحققها على مدار عمرها، التي تزيد عن توزيعات أرباح الأسهم التي يتم سدادها.

مثال

أُنشئت شركة الهدى في عام ٢٠٠٠. وقد حققت الشركة على مدار عمرها أرباحاً تقدر بقيمة ٢٠٠ مليون ين وسددت أرباح أسهم موزّعة بقيمة ١٣٠ مليون ين. وبذلك تبلغ احتياطيات الشركة القابلة للتوزيع في بداية العام ٧٠ مليون ين (أي ٢٠٠ مليون ين – ١٣٠ مليون ين).

في العام الحالي، حققت الشركة أرباحاً قدِّرت قيمتها بعد دفع الضرائب بـ ٣٠ مليون ين، وقد قررت توزيع أرباح أسهم بقيمة ١٠ مليون ين. فتكون الاحتياطيات القابلة للتوزيع في الشركة في نهاية العام على النحو الآتي:

	مليون ين
الرصيد الافتتاحي	٧٠
الأرباح بعد خصم الضرائب على مدار العام	٣٠
المجموع الكلي	١٠٠
توزيعات أرباح الأسهم	(١٠)
الرصيد الختامي	٩٠

ملحوظة: على الرغم من أن أرباح الشركة لم تتجاوز ٣٠ مليون ين في السنة الحالية، فإنه يجوز لها من الناحية القانونية أن تدفع توزيعات أرباح أسهم تزيد على ٣٠ مليون ين لأنّ هذه الأرباح الموزّعة تُدفعُ من الاحتياطيات القابلة للتوزيع؛ أي أرباح الأعوام السابقة. وتوصف توزيعات الأرباح في هذه الحالة بتوزيعات الأرباح المكشوفة أو غير المضمونة، على الرغم من أنَّ الشركة تحتفظ بأرباح كثيرة. ويوّفّر حساب الشركة تفاصيل الأرباح المحتفظ بها، بالإضافة إلى غيرها من معلومات مالية ذات صلة.

ينبغي للمساهمين المحتملين الذين يسعون للحصول على دخل أن يقارنوا توزيعات أرباح الأسهم المدفوعة على أسهم الشركة – من خلال **عائد توزيعات أرباح الأسهم** - مع الاستثمارات البديلة، مثل الأسهم والسندات والودائع المصرفية الأخرى.

مثال

تملك شركة السبيل العامّة عشرين مليون سهم عادي يجري تداول كلّ منها عند ٢٥ يواناً. تبلغ توزيعات أرباح أسهم الشركة قيمة إجمالية قدرها ١٠ ملايين يوان. ويُحسب عائد السهم الموزع بالتعبير عن توزيعات الأرباح كنسبة مئوية من إجمالي قيمة أسهم الشركة **(رسملة السوق)**:

عائد توزيعات أرباح الأسهم (٪) = توزيعات أرباح الأسهم / رسملة السوق

لذا، يساوي عائد السهم الموزع:

$$\frac{\text{توزيعات أرباح الأسهم}}{\text{رسملة السوق}} \times ١٠٠ = \frac{\text{١٠ ملايين}}{\text{٢٠٠ مليون سهم} \times ٢,٥٠} = \frac{١}{٥٠} \times ١٠٠ = ٠,٠٢ = ٪٢$$

بما أن شركة السبيل العامّة وزّعت على مساهميها ١٠ ملايين يوان عن ٢٠ مليون سهم، يمكن احتساب عائد السهم الموزع أيضاً على أساس كل سهم.

فتبلغ قيمة توزيعات الأرباح عن كل سهم ١٠ ملايين يوان/٢٠ مليون سهم، أي ٠,٥ يوان. لذا، يكون (سعر السهم) ٢٥/٠,٥ أي ٢٪ كما سبق.

تتمتع بعض الشركات بعائد سهم موزع أعلى من المتوسط، في حين تحظى شركات أخرى بعوائد توزيع أرباح منخفضة نسبياً. وجدير بالذكر أنَّه لا توجد علاقة واضحة بين عائد توزيعات الأرباح على الأسهم والتصوّر عن الشركة في السوق.

قد يؤدي عائد مرتفع غير مستحق لتوزيعات أرباح الأسهم إلى اعتبار الشركة غير مستقرة، مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم، وانخفاض توزيعات الأرباح الحالية بشدة في المستقبل، وتسوية عائدات أرباح الأسهم تالياً.

بدلاً من ذلك، قد يشير ارتفاع عائد توزيعات أرباح الأسهم إلى تدفقات نقدية قوية و/ أو انخفاض في إنفاق رأس المال. وتقوم شركات عاملة في القطاعات الدفاعية أيضاً في كثير من الأحيان بتوزيعات أعلى، على سبيل المثال: شركات المرافق والرعاية الصحية؛ ويُشار إلى هذه الشركات عموماً باسم "وكلاء السندات"، بسبب خصائصها الشبيهة بالسندات من حيث توفير مستويات مخاطر منخفضة نسبياً ومستويات دخل أعلى.

قد يشير انخفاض عائد توزيعات أرباح أسهم إلى أنَّ الشركة تُعتبر مستقرة وآمنة. بالإضافة إلى ذلك، قد تستثمر بعض الشركات أرباحها في فرص النمو، بدلاً من توزيعها كأرباح. وتميل شركات عاملة في قطاعات ذات توجه مرتبط بالنمو (مثل التكنولوجيا أو التكنولوجيا الحيوية) إلى تخصيص مزيد من الأموال للبحث والتطوير بدلاً من توزيع أرباح الأسهم، لأنها تهدف إلى تعزيز الابتكار والتوسع.

لا يتمتع المساهم العادي بأيّ ضمانات في ما يتعلّق بأي توزيعات لأرباح الأسهم على الإطلاق، ولا يوجد مبلغ محدد يُمكن الاعتماد عليه من الشركات التي قامت بتوزيع أرباح الأسهم تاريخياً. حتى توزيعات أرباح أسهم الشركات الكبيرة والمستقرة يُمكن أن تُخفض أو تُلغى؛ كما لوحظ في العام ٢٠٢٠ أثناء جائحة كوفيد-١٩، على سبيل المثال.

٣-٢-٥ الحق في الاكتتاب في الأسهم الجديدة (حق الأولويّة)

إذا استطاعت الشركة أن تصدر أسهماً للغير من دون أن تعرض هذه الأسهم على حملة أسهمها الحاليين، فقد يؤثِّر ذلك سلباً على قيمة استثمارات المساهمين الحاليين. وتجنباً لحدوث ذلك، تلتزم الشركات في الكثير من الدول بموجب قانون الشركات إما بطرح الأسهم الجديدة على المساهمين الحاليين أولاً (حقوق الشفعة) أو السعي للحصول على موافقة المساهمين الحاليين قبل طرحها لأي طرف ثالث (التنازل عن حقوق الشفعة). وبهذه الطريقة تسعى الحكومات إلى نوع من الحماية للمستثمر.

يتضح ذلك على أحسن وجه عند دراسة المثال الآتي:

مثال

تملك بثينة حالياً ٢٠,٠٠٠ سهم عادي من إجمالي عدد أسهم شركة الوفاء البالغ ١٠٠,٠٠٠ سهم، أي أنها تملك ٢٠٪ من أسهم الشركة.

إذا خططت الشركة لزيادة عدد الأسهم الصادرة عبر السماح للمستثمرين الحاليين بالاكتتاب في ٥٠,٠٠٠ سهم جديد، فسوف تعرض على بثينة شراء ٢٠٪ من الأسهم الجديدة، أي ١٠,٠٠٠ سهم. وبذلك تضمن لنفسها الاحتفاظ بنسبة ٢٠٪ من ملكية الشركة التي جرى توسيعها.

يمكن أن نلخِّص ذلك في الجدول الآتي:

	قبل الإصدار	الإصدار الجديد	بعد الإصدار	الملكية بالنسبة المئوية
بثينة	٢٠,٠٠٠	١٠,٠٠٠	٣٠,٠٠٠	٢٠٪
الآخرون	٨٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	١٢٠,٠٠٠	٨٠٪
المجموع الكلي	١٠٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠	١٥٠,٠٠٠	١٠٠٪

٤-٢-٥ حق التصويت

يحق للمساهمين في الشركة التصويت على القرارات التي تعرض عليهم في جمعيات الشركة، ومن ذلك حق التصويت على توزيعات أرباح الأسهم المقترحة وغيرها من القضايا مثل تعيين أعضاء مجلس الإدارة أو إعادة تعيينهم.

تحدد نسب الأصوات عادةً على النحو الآتي: سهم واحد = صوت واحد. ويدلي حملة الأسهم بأصواتهم بإحدى الطريقتين الآتيتين:

- يجوز للمساهم الفرد حضور جمعية الشركة والتصويت.
- يجوز للمساهم الفرد تعيين شخص آخر للتصويت بالنيابة عنه، ويشار إلى التصويت في هذه الحالة عموماً بمصطلح التصويت بالوكالة (أي عن طريق **وكيل** تم تعيينه).

لكن هذا المبدأ لا يشكّل القاعدة في جميع أنحاء العالم، وتوجد أشكال متعددة من التمايز في التصويت، بما في ذلك:

- **حقوق التصويت المقيّدة أو عدم وجود حق التصويت**: يكون لدى بعض المساهمين تأثير محدود، مما يتيح لمساهمين آخرين فرصة التحكّم بأعمال الشركة في الوقت الذي لا يملكون سوى نسبة صغيرة من الأسهم. على سبيل المثال، تمتلك ألفابيت (Alphabet) (الشركة القابضة لمحرّك البحث غوغل (Google))، فئات مختلفة من الأسهم التي تسمح لمؤسسيها بالتحكّم في مسار الشركة العامّ دون امتلاك غالبية الأسهم فيها. وغالباً ما تواجه هذه المنهجيات ردود فعل سلبية من المستثمرين، خاصة مع ازدياد الطلب على تعزيز الحوكمة البيئية والاجتماعية.
- **حقوق التصويت الإضافية (على سبيل المثال، ١٠ أصوات لكلّ سهم) أو حقوق التصويت المعزَّزة**: على سبيل المثال، تتمتع بعض الأسهم (وتُسمى أسهم الولاء أيضاً) بحقوق تصويت على مراحل، حيث يُمنح المساهمون حقوق تصويت إضافية إذا كانوا يمتلكون الأسهم لفترة زمنيّة معيّنة.

٣-٥ أسواق الأسهم

لعلَّ أفضل سبيلٍ لوصف أسواق الأسهم هو عبر توضيح الوظائف التي تؤديها. وفيما يأتي المهام الرئيسة:

- جمع رأس المال اللازم للشِركات. وتُنفّذ هذه الوظيفة عن طريق أسواق الأوراق المالية.
- تسهيل نقل الأموال من خلال توفير قنوات لنقل الأموال من حسابات الادخار قصيرة الأجل إلى استثمارات الأعمال الأطول أجلًا.
- الربط المنظم بين المشترين والبائعين في أسواق على درجةٍ عاليةٍ من التنظيم للحد من تكاليف البحث والتعاملات الماليّة وتسهيل اكتشاف الأسعار بحيث يمكن تقييم الأوراق المالية والأصول الأخرى على نحوٍ موضوعي. ويتم تنفيذ هذه الوظيفة عن طريق **بورصات** الأسهم والمشتقات المالية وغيرها من الأسواقِ الأخرى.
- إعادة توزيع رأس المال بكفاءة من المجالات ذات النمو المُنخفض إلى مجالات ذات نُمو مرتفِع.
- نقل المخاطر من المستثمرين المتجنِّبين للمَخاطر إلى المستثمرين الراغبين في المجازفة، إذ يتم تنفيذ هذه الوظيفة بواسطة أسواق المشتقات المالية، وكذلك بالقدر ذاته من الجودة عن طريق سوق التأمين أيضاً التي تضمن المخاطر الناتجة عن عددٍ كبيرٍ من بوالص التأمين. غير أن هذه ليست وظيفة من وظائف أسواق الأسهم أو الأسواق المالية.
- توفير مَرافِق الاقتراض والإقراض لمطابقة الأموال الفائضة مع فرص الاستثمار. ويتم تنفيذ هذه الوظيفة بواسطة المصارِف والأسواق المالية.

سوق الأوراق المالية (البورصة) هي سوقٌ مُنظَّمة لإصدار الأوراق المالية وتداولها من قبل أعضاء هذه السوق. ولِكلّ سوقٍ قواعد وأنظِمة خاصةٌ تلتزم بها الشركات الرّاغبة في **إدراج أسهمها في السوق**، بالإضافة إلى التزاماتٍ مستمرّة تلتزم بها الشركات المُدرجة مُسبقاً في البورصة. وتوفر أسواق البورصة كافّة سوقاً أولية و**سوقاً ثانوية** على حد سواء.

ويتمثل الغرض من **الأسواق الأولية** في جمع رأس المال ومطابقة الأموال الفائضة مع فرص الاستثمار. في حين تسمح الأسواق الثانوية للسوق الأولية بالعمل بكفاءة من خلال تسهيل التداول في الأوراق المالية المصدرة لكل من المشترين والبائعين في الاتجاهين.

كما تسعى الأسواق الثانوية، عن طريق ضخّ السيولة في الاستثمارات طويلة الأجل التي كانت ستبقى محدودة السيولة لولا ذلك، إلى التقليل من تكلفة إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية (أو سوق الإصدار الجديد). ولولا توفر سوق تمكنّ المستثمرين من بيع استثماراتهم، لكان عدد المستثمرين قليلاً جداً.

٥-٣-١ الأسواق المحكومة بالعرض والطلب (order-driven) والأسواق المحكومة بالتَّسعير (quote-driven)

هدف التعلّم

٣-٥-٣ معرفة الخصائص الأساسية للأسواق المحكومة بالعرض والطلب والأسواق المحكومة بالتسعير

يُقصَد بالأسواق الثانوية، كما هو موضح أعلاه، تلك الأسواق التي تسمح بتداول الأوراق المالية المُصدَرة مُسبَقاً. يشير مكان التداول أو مكان التنفيذ إلى بورصة أو نظام تداول بديل يجمع بين مشتري وبائعي الأوراق المالية. ويجري هذا التداول عن طريق أنظمة التداول التي تُصنَّف في أحد نوعين: **أسواق محكومة بالتسعير** وأسواق محكومة بالعرض والطلب.

المزايا الرئيسة للأسواق المحكومة بالعرض والطلب

السوق المحكومة بالعرض والطلب هي سوقٌ تستخدم إما سجلّ أوامر إلكترونيّ، كما هي الحال في سوق لندن للأوراق المالية (LSE)، أو عملية مزاد علنيّ، كما يحدث على أرضية بورصة نيويورك (NYSE)، لمُطابَقة المشترين مع البائعين. في كلتا الحالتين، تتم مُطابقة المشترين والبائعين وفق ترتيبٍ زمنيٍّ محددٍ بِحسب السعر وكميّة الأسهُم المُتداولة، وبذلك لا تحتاج هذه السوق إلى **صُنّاع السوق**.

تعمل معظم الأسواق المالية على أنظمة محكومة بالعرض والطلب، ويمكن رؤية كيفية عملها من خلال النظر إلى نظام خدمة التداول الإلكتروني (SETS) الخاص بسوق لندن للأوراق المالية كمثال على ذلك.

مثال - النظام المحكوم بالعرض والطلب

تقوم **الشركات الأعضاء** في هذا النظام (بنوك الاستثمار والوسطاء) بإدخال أوامر عبر أجهزة الكمبيوتر. قد تكون هذه الأوامر للشركات الأعضاء نفسها، أو لعملائها. وبكل بساطة، تتمثّل الطريقة التي يعمل بها النظام في إضافة هذه الأوامر إلى "قائمة انتظار الشراء" أو "قائمة انتظار البيع"، أو تنفيذها على الفور. ويستعد المستثمرون الذين يضيفون الأوامر إلى قائمة الانتظار ذات الصلة للصمود إلى أن ينالوا السعر الذي يريدونه. سيجري المتداولون الذين يسعون إلى التنفيذ الفوري، تعاملاتهم مقابل قائمة انتظار المشترين (في حال البيع) أو مقابل قائمة انتظار البائعين (في حال الشراء).

فيما يلي مثال حول كيفية عمل سجل الأوامر.

مثال – سجل الأوامر

بالنسبة إلى الأوراق المالية السائلة، مثل أسهم إحدى الشركات الكبرى، ثمة سجل أوامر "عميق"– يعني مصطلح "عميق" أن هناك الكثير من الأوامر التي تنتظر أن يقوم أي من الطرفين بتسويتها. قد تبدو أعلى قوائم الانتظار كما يلي:

قائمة انتظار الشراء		قائمة انتظار البيع	
الشراء بحد أقصى		البيع بحد أدنى	
٧,٠٠٠ سهم	١,٢٤ جنيه إسترليني	٣,٥٠٠ سهم	١,٢٥ جنيه إسترليني
٥,١٥٠ سهمًا	١,٢٣ جنيه إسترليني	١,٩٨٤ سهماً(٢)	١,٢٦ جنيه إسترليني
١٩,٢٥٠ سهماً(١)	١,٢٢ جنيه إسترليني	٧٥,٣٩٧ سهماً(٢)	١,٢٦ جنيه إسترليني
٤٤,٠٠٠ سهم(١)	١,٢٢ جنيه إسترليني	١٧,٣٠٠ سهم	١,٢٧ جنيه إسترليني

تُعطى الأولوية في قوائم الانتظار على السعر ثم الوقت. لذلك، بالنسبة إلى الأوامر المسعَّرة بالتساوي المشار إليها بالرقم (١) كان يجب وضع طلب شراء ١٩,٢٥٠ سهماً قبل الطلب البالغ ٤٤,٠٠٠ سهم- ومن ثَمَّ يكون موضعه في أعلى قائمة الانتظار. بالمثل، بالنسبة إلى الطلبات المشار إليها بالرقم (٢)، فإن طلب بيع ١,٩٨٤ سهماً تمّ إدخاله قبل طلب بيع ٧٥,٣٩٧ سهماً.

يمكن تلخيص الملامح الرئيسة للأسواق المحكومة بالعرض والطلب على النحو الآتي:

- يستخدِم كلٌ من المشترين والباعة وسيطاً (broker) بصفة وكيل عنهم.
- يتمثل دور الوسيط في إيجاد مشترٍ يطابق طلبه أسهم موكّله أو العكس، وتنفيذ الصفقة للعميل على أفضل وجهٍ ممكنٍ.
- يتلقّى الوسيط **عمولةً** مقابل ترتيب الصفقة.
- يحصل التداول على أرض سوق الأوراق المالية أو عبر نظام تداولٍ آلي.
- يَتحدّد سعر التداول بحسب العرض والطلب، وبذلك يمكن أن يتأثّر هذا السعر بالأوامر الكبيرة التي يمكن أن تُحرّك الأسعار، على الرّغم من قدرة أنظمة التّداول الآلية على إخفاء جزء من أحد الأوامر الكبيرة وإدخاله بكميّاتٍ أقل.

ولكي تعمل السوق المحكومة بالعرض والطلب بفاعليّة، فإنها تحتاج إلى قدر جيّد من السيولة، وإلا حدثت مشاكل تتعلق بوضع الأوامر والتسعير.

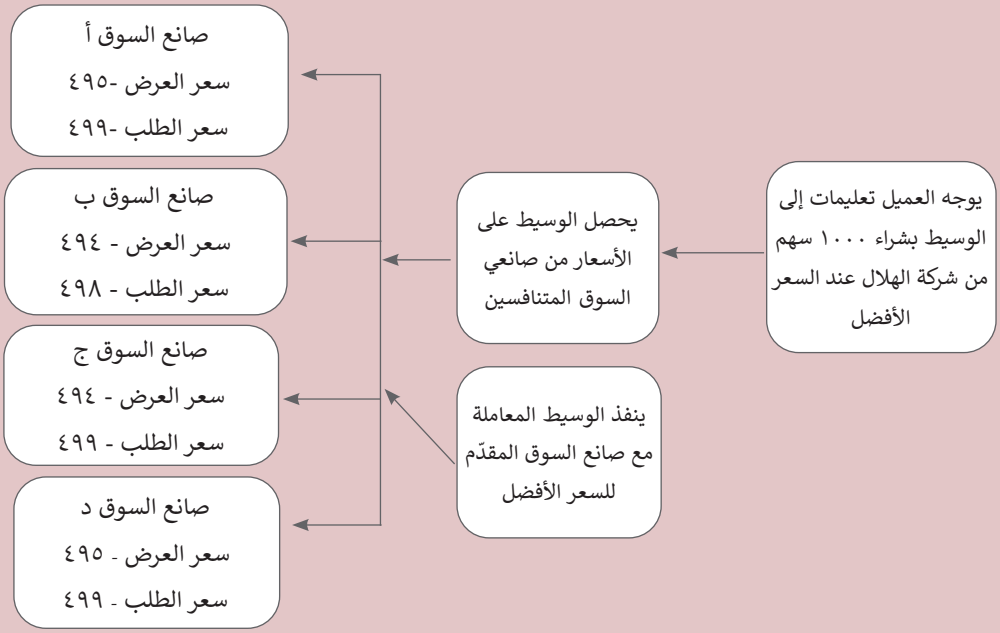
الأنظمة المحكومة بالتسعير

في المقابل، تستخدم منصات التداول المحكومة بالتَّسعير صُنّاع السوق من أجل توفير نظام التسعير المزدوج، أي سعر للعرض وآخر للطلب (بيع وشراء) طوال يوم التداول، لا سيّما حين يتعلق الأمر بالأوراق المالية، وبغضّ النظر عن الظروف السائدة في السوق. يحقّق صُنّاع السوق الربح، أو هامش الربح، عبر هذا الفارق بين أسعار البيع والشِراء (spread).

يوضح الرسم البياني أدناه كيفية التداول إثر تعليمات شراء الأسهم.

مثال – تداولات محكومة بالتسعير

يوجه العميل تعليمات إلى الوسيط بشراء ١,٠٠٠ سهم من شركة الهلال عند السعر الأفضل – بعبارة أخرى، بأقل سعر متاح. عندما يرغب العميل في الشراء، سيعمل الوسيط على تحديد صانع السوق الذي يمكنه تنفيذ أمر الشراء بأقل سعر. يتعامل الوسيط مع صنّاع السوق ويطلب منهم سعراً، في المقابل يعرضون عليه **أسعار العرض والطلب**.



يمثل السعر الأعلى بين السعرين سعر الطلب، وهو السعر المعتمد من صانع السوق لبيع الأسهم؛ ويمثل السعر الأقل سعر العرض، وهو سعر شراء الأسهم. يرغب العميل في شراء الأسهم، لذلك سيحدد الوسيط صانع السوق الذي لديه سعر الطلب الأقلّ، وهو في هذه الحالة صانع السوق ب. لذلك سيوافق الوسيط على شراء ١٠٠٠ سهم من شركة الهلال بسعر ٤٩٨، ويوافق صانع السوق على بيع الأسهم بهذا السعر.

وفيما يأتي المزايا الرئيسة لمنصة التداول المحكومة بالتّسعير:

- تتوفر السّيولة عن طريق صانع السوق.
- يجب على صانع السوق شراء الأوراق المالية وبيعها مهما كانت الظروف السائدة في السوق (وحماية نفسه في مراحل التذبذب والتقلب بواسطة رفع الفارق بين أسعار البيع والشراء إلى مستوى أعلى مما هو عليه في أوقات التداول العادية).
- يحدِّد صُناع السوق سعراً للشراء وآخر للبيع ويجنون أرباحهم عن طريق الفرق بين ما يشترونه ويبيعونه.
- يستخدم المُشترون والبائعون وسيطاً، كما هي الحال في الأسواق المحكومة بالعرض والطّلب، ليكون بمثابة وكيل لهم.
- ينفّذ الوسيط عملية التداول عن طريق صانع السوق الذي يُقدّم أفضل الأسعار. ويحصل على عمولة من العميل لقاء تنفيذ عملية التداول هذه.

يرى الكثير من العاملين في المِهنة أن المنصات المحكومة بالتسعير توفّر السيولة للسوق ولولاها لفقدت السوق سيولتها. تُعدّ بورصة ناسداك مثالاً على منصة التداول المحكومة بالتسعير.

٢-٣-٥ تداول الأصيل والوكيل (Principal & Agent Trading)

هدف التعلّم

٣-٥-٤ معرفة وجوه الاختلاف بين التداول بصفة أصيل والتداول بصفة وكيل

يتلقى وسطاء أوامر شراء الأسهم وبيعها نيابةً عن عملائهم ويختارون عمليات التداول التي يرغب عملاؤهم في إجرائها. وعندما يرغب عميل في وضع أمر تداول، يجوز لشركة الوساطة التي يتعامل معها أن تنفذ عملية التداول إما بصفة الوكالة أو بصفة الأصيل:

- حين تتصرف شركة بصفة الوكالة، تقوم بترتيب الصفقات للآخرين وتكسب المال عن طريق فرض عمولة على الصفقة. ويُوصف دور الوكالة هذا عادةً بصفة الوسيط.
- حين تتصرف شركة بصفة الأصيل، يضع العميل أمراً لبيع الأسهم، فتنفّذ الشركة الأمر مقابل (باستخدام) سجل التداول الخاص بها. وبذلك، تضمن الشركة للعميل أفضل تنفيذ ممكن؛ مثلاً، بسعر لا يقل عن السعر المعروض حالياً في السوق، إن لم يكن أفضل منه. لكن قدرة الشركة على القيام بذلك تتوقف على حجم الطلب والسيولة.

ما هي أفضل ممارسات التنفيذ؟

على سبيل المثال، تفرض اللوائح التنظيمية في المنطقة الاقتصادية الأوروبية على أنه يتعين على الشركات اتخاذ جميع الخطوات الكافية للحصول على أفضل نتيجة ممكنة لعملائها، عند تنفيذ الأوامر، مع مراعاة عوامل التنفيذ. وتتمثّل هذه العوامل في الأسعار، أو التكاليف، أو السرعة، أو احتمالية التنفيذ والتسوية، أو الحجم، أو الطبيعة، أو أي اعتبار آخر يتعلق بتنفيذ أمر ما.

يمتلك الوسيط الذي يعمل على أساس الوكالة والأصالة قدرة ثنائية، تتيح له أن يتصرف على أساس الوكالة أو الأصالة في المعاملات المالية. ويُعرف الوسطاء الذين يعملون بهذه الطريقة باسم التّجار أو **التجار الوسطاء**. يستلزم هذا الدور المتنوّع تلبية طلبات العملاء لشراء وبيع الأسهم باستخدام مقتنيات من سجل التداول الخاص بهم، بهدف تحقيق أرباح من فروق الأسعار. ويكون هؤلاء من الشركات الأعضاء في السوق المالية ممن اختاروا التداول بصفة أصيل.

٣-٣-٥ التداول في البورصة والتداول خارج الأسواق الرسمية (Over-the-Counter)

هدف التعلّم

٣-٥-٥ معرفة مضامين التداول: في البورصة؛ وخارج الأسواق الرسمية (OTC)

على الرغم من أن إبرام الكثير من الصفقات يتمّ في سوق البورصة، ثمّة صفقات تتمّ خارج الأسواق الرسمية. ففي بعض الأوقات، قد يستوجب حجم أمر التداول أو نوع الأداة المالية التفاوضَ على الصفقة على نحوٍ مستقلّ بين نظيرَين في السوق. تجري المعاملات خارج الأسواق الرسمية في أسواق مثل بورصة لندن أو بورصة نيويورك، حيثُ تَقوم أسواق البورصة بالإشراف على السوق لضَمان عَمَلها بكفاءةٍ ونزاهةٍ وتوفير بيئة عمل آمنة للعملاء. وتتطلب التزامات -من قبيل التنفيذ الأمثَل- من الأعضاء التداول بأفضل الأسعار المُتاحة والعمل دائماً بما يخدم مصالح عملائهم على أكمل وجه.

تَحصل التداولات خارج الأسواق الرسمية، مما يوّفر درجة أكبر من المرونة. وتُعرف هذه التعاملات أيضاً باسم التداول خارج الأسواق الرسمية (OTC). وعادة ما يجري تداول السّندات خارج الأسواق الرسمية، فبسبب الحجم الكبير للأوامر والنّقص النسبي في السيولة، يمكن للسوق العمَل على نحوٍ أكثرَ فاعلية عن طريق البحث عن نظيرٍ خارج السوق للتعامُل معه.

٦- المشتقات المالية

المشتق المالي أداة مالية مشتقة من شيء آخر، لذا فإنّ المشتق المالي أداة ماليّة يتوقف سعرها على سعر الأصل الأساسي الذي اشتق منه، سواءً كان هذا الأصل الأساسي أحد الأصول المالية أو **سلعة أساسية** - ومن الأمثلة عليها السندات والأسهم ومؤشرات الأسواق المالية وأسعار الفائدة؛ ومن الأمثلة على السلع: الزيت أو الفضة أو القمح. وتُعَدّ العقود المستقبلية وعقود الخيار من بين أدوات المشتقات الشائعة الاستخدام.

تُستخدم المشتقات المالية للأغراض الآتية:

- **التحوّط**: هي تقنية يستخدمها مدراء المحافظ للحدّ من تأثير تحركات الأسعار السلبيّة، إما ببيع ما يكفي من العقود المستقبلية (قصيرة الأجل) أو شراء الأدوات المالية المشتقة (طويلة الأجل) لموازنة عملية البيع أو الشراء على المكشوف التي يجرونها.
- **المضاربة**: بما أنَّ الهامش الأوليّ وحده (وليس القيمة الاسمية الكاملة للعقد) هو الذي يدفعه النظراء عند الدخول في عملية بيع أو شراء على المكشوف، تشكّل العقود المستقبلية وسيلة مثالية يُمكن من خلالها المضاربة على أسعار الأصول المرتفعة والمنخفضة في نطاق من نطاقات الأسواق.
- **المراجحة**: هي عملية الحصول على ربح خالٍ من المخاطر بشراء نفس الأصل وبيعه في الوقت ذاته في سوقين مختلفين، حيث يكون ثمّة فرق في السعر بين الاثنين. فإذا كان سعر المشتقات المالية وأصولها الأساسية غير متطابقين، يُمكن لمدير المحفظة أن يستفيد من هذا الانحراف في التسعير.

كما يُمكن أن تُستخدم المشتقات المالية للآتي:

- **تغيير توزيعات الأصول**: على سبيل المثال، إذا تنبأ مدير محفظة أن أسعار الفائدة سوف ترتفع مستقبلاً، يُمكنه أن يستخدم العقود المستقبلية لأسعار الفائدة أو عقود الخيارات لضبط مدة المحفظة والتعرّض إلى مخاطر أسعار الفائدة.
- **التنبؤ بالتدفقات النقديّة المستقبليّة**: على سبيل المثال، إذا كان من المتوقع تلقي تدفق نقديّ كبير في تاريخ لاحق معروف، يُمكن استخدام المشتقات المالية للاستثمار بما يتماشى مع تغيير توزيعات الأصول المرغوب، من دون تفويت الفرص السوقية المحتملة على المستثمر أو اضطراره إلى الاحتفاظ بالنقود الزائدة في هذه الأثناء.

إذاً، يُمكن استخدام المشتقات المالية لحماية الاستثمارات من الخسائر المحتملة أو لمحاولة تحقيق مزيد من الأرباح. لذلك، فإنَّ المخاطر التي يتعرض إليها المستثمرون تعتمد على الإستراتيجية التي يختارونها.

١-٦ العقود المستقبلية

هدف التعلّم	
١-٦-٣	معرفة الخصائص الآتية للعقود المستقبلية: تعريفها؛ سماتها الأساسية؛ المصطلحات التقنية المتعلقة بها

١-١-٦ تعريف العقد المستقبلي

العقد المستقبلي هو اتفاقية ملزمة قانونياً مبرمة بين طرفين: مشترٍ وبائعٍ.

- يتعهّد المشتري بسداد مبلغ محدد مسبقاً مقابل استلام كمية معيّنة من أحد الأصول في تاريخ محدّد في المستقبل.
- يتعهّد البائع بتسليم الأصل المتّفق عليه في تاريخ لاحق مقابل الحصول على مبلغ من المال محدد مسبقاً بناءً على السعر المتفق عليه في العقد.

مثال

قد يتفق مشترٍ مع أحد الباعة على شراء ١,٠٠٠ برميل من نفط برنت الخام بسعر ٥٦ دولاراً للبرميل الواحد في مدّة ثلاثة أشهر.

قد يكون المشتري في هذه الحالة شركة توليد الكهرباء تريد تثبيت السعر الذي يجب عليها سداده لشراء البترول من أجل استخدامه في محطات توليد الطاقة الخاصة بها الّتي تعمل بالبترول. وقد يكون البائع شركة بترول ترغب في تثبيت سعر البيع لجزء من إنتاجها من البترول في المستقبل.

٢-١-٦ السمات الأساسية للعقود المستقبلية

للعقد المستقبلي سمتان أساسيتان هما:

- **يمكن تداوله في البورصات** - في بورصات المشتقات على سبيل المثال كبورصة إنتركونتيننتال فيوتشرز يوروب (ICE Futures Europe).
- **يتم تداوُله بشروط منمَّطة** - تحدِّد البورصة جودة الأصل محل التعاقد والكمية المتفق عليها في كل عقد وتاريخ تنفيذ العقد المستقبلي ومكان التسليم - ويبقى السعر وحده قابلاً للتفاوض.

في المثال السابق، تتوقف جودة البترول على حقل البترول الذي استُخرج منه (مثل نفط برنت الخام المستخرج من حقل نفط برنت في بحر الشمال)، وتبلغ الكمية المحدّدة ١,٠٠٠ برميل والتاريخ بعد ثلاثة أشهر من تاريخ إبرام العقد وقد يكون مكان التسليم ميناء روتردام.

بالإضافة إلى ذلك، قد يتأثّر تسعير العقود المستقبلية بظروف السوق، مما قد يؤدي إلى مفاهيم مثل المفاهيم الآتية:

- **الكونتانجو** - يحدث هذا الأمر عندما يكون سعر العقود المستقبلية لسلعة أعلى من سعرها الفوريّ المتوقع مستقبلاً. وينشأ هذا في أحيان كثيرة عندما تكون ثمَّة تكاليف مرتبطة بحمل السلعة (على سبيل المثال، التخزين والتأمين). على سبيل المثال، إذا كان تداول نفط برنت الخام بسعر ٨٠ دولاراً للبرميل في حالة التسليم الفوريّ، لكن سعره ٨٥ دولاراً في حالة التسليم بعد ثلاثة أشهر، يكون السوق في حالة كونتانجو.
- **التراجع** - يحدث هذا عندما يكون سعر العقود المستقبلية أعلى من السعر الفوريّ المتوقع مستقبلاً (مثلاً، عندما يكون ثمة طلب مرتفع على السلعة على المدى القصير أو عندما يكون العرض مقيداً). على سبيل المثال، إذا كان تداول نفط برنت الخام بسعر ٨٠ دولاراً للبرميل في حالة التسليم الفوريّ، لكن سعره يكون ٧٥ دولاراً في حالة التسليم بعد ثلاثة أشهر، يكون السوق في حالة تراجع.

٦-١-٣ المصطلحات المتعلقة بالعقود المستقبلية

تتضمن أسواق العقود المستقبلية مصطلحات خاصة من المهم فهمها.

- **الشاري على المكشوف** - مصطلح يطلق على الطرف الذي يشتري العقد المستقبلي، حيث يلتزم هذا الطرف بشراء الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه مسبقاً في التاريخ المستقبلي المحدد.
- **البائع على المكشوف** - مصطلح يطلق على الطرف الذي يبيع العقد المستقبلي، حيث يلتزم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد مقابل السعر المتفق عليه مسبقاً في التاريخ المحدد في المستقبل.
- **الدخول في التجارة** - التداول الأولي. يدخل المشارك في السوق في عملية التجارة عند توقيع العقد المستقبلي. وقد يدخل هذا المشارك في عقد مستقبلي للشراء (**الشراء على المكشوف** opening a long position) أو عقد بيع مستقبلي (**البيع على المكشوف** opening a short position).
- **الأصل محل التعاقد** - تستمد الأصول محل التعاقد قيمتها من العقد المستقبلي ويُشار إليها عادة بالأصول النقدية أو الأصول محل التعاقد.
- **الأساس** - يقيس الفرق بين السعر النقدي للأصول محل العقد والسعر المستقبلي.
- **تاريخ التسليم** - تاريخ حدوث المعاملة التجارية المتفق عليها، وبالتالي فإنه يمثل نهاية عمر العقد المستقبلي.
- **الخروج من التجارة** - يمكن لمشتري العقد المستقبلي إما الاحتفاظ بالعقد لحين تاريخ التنفيذ واستلام الأصل المتفق عليه أو يمكنه بيع العقد المستقبلي قبل تاريخ انتهاء العقد. وتعرف هذه العملية الأخيرة باسم **إغلاق المركز**. فالمستثمر الذي اشترى عقوداً مستقبلية للشراء على المكشوف سيبيع هذه العقود من أجل الخروج من التجارة. أما المستثمر الذي يدخل في عملية بيع على المكشوف فيقوم بالعكس إذ يشتري العقود المستقبلية للخروج من التجارة. لا تُسلَّم معظم الأصول المتفق عليها بموجب العقود المستقبلية، بل يتمّ الخروج من العقد قبل تاريخ التنفيذ بدلاً من ذلك.

٦-٢ عقود الخيار

هدف التعلّم

٦-٢-٣ معرفة خصائص عقود الخيار الآتية: تعريفها؛ أنواعها (خيارات البيع وخيارات الشراء)؛ المصطلحات المتعلقة بها

٦-٢-١ تعريف عقود الخيار

بموجب عقد الخيار، يكون للمشتري الحق، وليس الالتزام، في شراء أو بيع كمية محددة من الأصول محل العقد بسعر ثابت مُتّفق عليه مسبقاً- يطلق عليه اسم **سعر التنفيذ** (المسمى أيضاً **سعر ممارسة الخيار**) - في تاريخ مُستقبلي محدد مسبقاً أو قبله أو في المدة الواقعة بين تاريخين محدَّدين. ويمنح البائع، في مُقابل الحصول على علاوة ماليّة، الخيار للمشتري.

ومصطلح "علاوة" أكثر شيوعاً في سياق الحديث عن عقود الخيارات؛ ويقصَد بها التكلفة التي يدفعها مشتري الخيار (صاحب الخيار) والرسم المدفوع إلى بائع الخيار (محرِّر الخيار). يجري الاتفاق على التبادل بين الشركاء المتعاقدين، ويعكس هذا الاتفاق السعر السائد للأصل الأساس وعوامل أخرى مثل أسعار الفائدة والوقت المتبقي حتى تاريخ التنفيذ. لكن يمكن أحياناً أن يستخدم هذا المصطلح على نحو أوسع للإشارة إلى عقود المشتقات المالية الأخرى مثل العقود المستقبلية. وسنغطي العلاوة بتفصيل أكبر في القسم ٦-٢-٢ أدناه.

وفيما يتعلق بالعقود المُتداوَلة في البورصة، يتعاقد المشتري والبائع عن طريق البورصة وغرفة المقاصة التابعة لها عوضاً عن التعاقد مباشرةً مع بعضهما البعض.

٦-٢-٢ أنواع عقود الخيار

يوجد نوعان من عقود الخيار هما:

- **خيار الشراء** (call option) حيث يملك المشتري حقَّ شراء الأصول بسعر التنفيذ من دون أن يكون ملزماً بذلك. ويلتزم البائع بالتسليم في حال اختار المُشتري تنفيذ الخيار.
- **خيار البيع** (**put optio**n) حيث يملك المشتري حقَّ بيع الأصول محل العقد بسعر التنفيذ من دون أن يكون ملزماً بذلك. ويلتزم بائع عقد خيار البيع باستلام الأصول المتفق عليها في موعد التسليم المحدَّد وسداد ثمنها بسعر التنفيذ في حال اختار المُشتري تنفيذ الخيار.

ومشتري عقد الخيار بمثابة مالك هذا الخيار، ويشار إليه بمصطلح **حامل الخيار** أو **صاحب الخيار**، بينما يُشار إلى بائع عقد الخيار بمصطلح **محرِّر الخيار**، كما يشار إلى عملية بيع العقد بمصطلح "قبول خيار البيع" أو " قبول خيار الشراء"، ويتوقف ذلك على ما إذا كان المستثمر سيحصل على علاوة مقابل بيع خيار شراء أم خيار بيع.

يجب على سوق المال، عن طريق غرفة المقاصة التابعة لها، أن تكون قادرة على تسوية الصفقات إذا اختار أصحاب عقود الخيار ممارسة حقوقهم في البيع أو الشراء. وحيث أن سوق المال لا ترغب في أن تكون مشتري الأصول محل التعاقد أو بائعها، فإنها تقوم بمُطابقة (matching) هذه المعاملات التجارية مع الأوامر الصادرة عن محرِّري عقود الخيار الذين التزموا بتسليم الأصل محل العقد الموافق (المطابِق) أو استلامه في حال طُلب منها ذلك.

يُقصَد بثمن الخيار أو **العلاوة** المال الذي يدفعه المشتري لسوق المال (ويسدَّد بعد ذلك إلى محرِّر العقد عن طريق سوق المال) عند الدخول في عقد الخيار؛ وهذا المبلغ غير قابل للاسترداد. وعملياً، تتأثر العلاوة بعوامل عديدة، منها:

- **سعر الأصول محل التعاقد** - كلما ارتفع سعر الأصول، زادت قيمة خيارات الشراء وقلّت قيمة خيارات البيع.
- **سعر التنفيذ** – كلما ارتفع سعر التنفيذ، قلّت قيمة خيارات الشراء وزادت قيمة خيارات البيع.
- **زمن الاستحقاق** – كلما طالت مدة الخيار، زادت فرصة انتهاء صلاحية **الخيار المربح**، وبذلك تزداد **القيمة الزمنية** والعلاوة.
- **تذبذب سعر الأصول محل التعاقد** – كلما زاد تذبذب سعر الأصول محل التعاقد، زادت فرصة انتهاء صلاحية الخيار المربح، وبذلك تزداد العلاوة.

ثمَّة عاملان آخران يؤثران في الخيار (العلاوة)، وهما: عائد الدخل على الأصول محل التعاقد وأسعار الفائدة قصيرة الأجل. وتجدر الإشارة إلى أنَّ آثارهما على أسعار عقود الخيار طفيفة إلى حدٍ ما مقارنةً بالعوامل الأخرى.

لتوضيح آلية عمل عقود الخيار، نورد المثالين المبسَّطين الآتيين.

مثال ١

على افتراض أنك اشتريت خيار شراء سهم من أسهم شركة السبيل العامة المحدودة بسعر ٨٥٠ مقابل علاوة قدرها ٢٠ عندما كان سعر السهم ٨٠٠. وفي نهاية مدة العقد، أصبح سعر السهم ٨٨٠.

يمكنك ممارسة الخيار وتثبيت ربح صاف قيمته:

(٨٨٠ - ٨٥٠) - ٢٠.

فيكون عائد الاستثمار الذي حققته:

١٠ ÷ ٢٠ = ٠,٥ أو ٥٠٪.

أما لو أنك اشتريت السهم مقابل ٨٠٠ ثم بعته بسعر ٨٨٠، لأصبح العائد على الاستثمار: ٨٠ ÷ ٨٠٠ = ٠,١ أو ١٠٪.

مثال ٢

لنفرض أن أسهم شركة جيرسي المحدودة تُتداول في السوق بسعر ٣,٢٤ يورو. اشترى أحمد خيار شراء بسعر ٣,٥٠ يورو على أن يتم التنفيذ في مدة ثلاثة أشهر من الآن. وبذلك يملك أحمد حقَّ شراء أسهم شركة جيرسي من محرِّر عقد الخيار (مستثمر آخر- علاء) بسعر ٣,٥٠ يورو إذا اختار ذلك في أي وقت على مدار الأشهر الثلاثة المقبلة.

إذا انخفض سعر أسهم شركة جيرسي إلى ما دون ٣,٥٠ يورو في غضون ثلاثة أشهر، سوف يتخلّى أحمد عن الخيار.

أمّا في حال ارتفع سعر الأسهم إلى ٦,٠٠ يورو، فسوف يتصل أحمد عندها بعلاء وإمّا:

- أن ينفِّذ الخيار: يشتري الأسهم بسعر ٣,٥٠ يورو ويحتفظ بها أو يبيعها بسعر ٦ يورو، أو
- أو يبيع الخيار قبل نهاية مدة العقد، مما يمنحه ربحاً بقيمة ٢,٥٠ يورو (أي ٦ يورو – ٣,٥٠ يورو).

على افتراض أنّ أحمد قد دفع لعلاء مبلغ ٠,٤٢ يورو ثمناً للخيار- ما الحدّ الأقصى للخسارة التي يمكن أن يتعرض لها أحمد وما الحدّ الأدنى الذي يجب أن يصل إليه سعر أسهم جيرسي ليحقِّق الربح؟

الحدّ الأقصى للخسارة التي يمكن أن يتعرض لها أحمد يعادل ٠,٤٢ يورو، أي العلاوة التي سددها عند الدخول في العقد. في حال ارتفاع سعر أسهم جيرسي إلى مستوى أعلى من ٣,٥٠ + ٠,٤٢ = ٣,٩٢ يورو، حينئذ يحقق أحمد الربح. وفي سيناريو آخر، إذا ارتفع سعر السهم إلى ٣,٥١ يورو فقط، سيختار أحمد أن يمارس حقه في الشراء - فمن الأفضل له كسب سنتٍ واحدٍ (٠,٠١ يورو) وتخفيض خسائره إلى ٠,٤١ يورو بدلاً من أن يخسر مبلغ ٠,٤٢ يورو كاملة.

٦-٢-٣ المصطلحات المتعلقة بتداول عقود الخيار

لعقود الخيار، كما العقود المستقبلية، مصطلحاتها الخاصة التي من الضروري فهمها:

- **خيار الشراء** – هو خيار يمنح المشتري حق شراء أصول محل تعاقد، من دون أن يلزمه بذلك.
- **خيار البيع** – هو خيار يمنح المشتري حق بيع أصول محل تعاقد، من دون أن يلزمه بذلك.
- **حامل الخيار** – المصطلح المستخدم لوصف مشتري الخيار. ويشير أيضاً إلى الشراء على المكشوف.
- **محرِّر الخيار** – المصطلح المستخدم لوصف بائع الخيار. ويشير أيضاً إلى البيع على المكشوف.
- **العلاوة** – المصطلح المستخدم لوصف السعر المدفوع لقاء خيار.
- **سعر ممارسة الخيار** – سعر بيع الأصول محل التعاقد أو شرائها. ويشير أيضاً إلى سعر التنفيذ.
- **تاريخ انتهاء الخيار** – اليوم الأخير من عمر الخيار.
- **خيار يتساوى فيه سعر التنفيذ مع سعر السوق (ATM)** – خيار شراء يساوي سعر ممارسته السعر الحالي للأصول محل التعاقد.
- **خيار مربح (ITM)** – خيار يُمكن تنفيذه لتحقيق ربح. ويكون سعر الممارسة، بالنسبة إلى خيار شراء، أدنى من السعر الحالي للأصل محل التعاقد؛ أمّا بالنسبة إلى خيار بيع، فيكون سعر ممارسته أعلى من السعر الحالي للأصل محل التعاقد.
- **خيار خاسر (OTM)** – خيار يؤدي تنفيذه إلى خسارة. ويكون سعر الممارسة، بالنسبة إلى خيار شراء، أعلى من السعر الحالي للأصل محل التعاقد؛ أمّا بالنسبة إلى خيار بيع، فيكون سعر ممارسته أدنى من السعر الحالي للأصل محل التعاقد.
- **نقطة التعادل** - السعر الذي لا يحقق عنده المستثمر ربحاً ولا يتكبد خسارة. تحدث نقطة التعادل، بالنسبة إلى خيار شراء، عندما يكون سعر السهم محل التعاقد مساوياً لسعر الممارسة بالإضافة إلى العلاوة المدفوعة؛ أمّا بالنسبة إلى خيار بيع، فتحدث عندما يكون سعر السهم محل التعاقد مساوياً لسعر الممارسة ناقصاً العلاوة المدفوعة.
- **الطراز الأوروبي** - عقود خيارات يُمكن تنفيذها عند تاريخ الانتهاء فحسب.
- **الطراز الأمريكي** – عقود خيارات يُمكن تنفيذها في أيّ وقت خلال فترة صلاحيتها وحتى تاريخ الانتهاء.
- **عقد خيار على الطراز الآسيوي** – عقد خيار يعتمد مردوده على متوسط سعر الأصل محل التعاقد خلال فترة زمنية معيّنة (بدلاً من السعر عند الاستحقاق، كما في عقود الخيارات الأمريكية والأوروبية).
- **عقد خيار على الطراز البرموديّ** - عقد خيار يُمكن تنفيذه في أوقات محددة (غالباً في يوم واحد من كلّ شهر)، حتى تاريخ الانتهاء. لذلك فهو يعتبر صيغة وسط بين الطراز الأمريكي (في أيّ وقت) وعقد الخيار على الطراز الأوروبيّ (عند تاريخ الانتهاء فحسب).
- **المحرِّر المكشوف** – بائع خيار لا يملك الأصل محل التعاقد.
- **المحرِّر المغطى** – بائع خيار يملك الأصل محل التعاقد.

لنأخذ عقد خيار على الطراز الأمريكي مثالاً هنا.

مثال

لنفترض أنّ الأصل محل التعاقد سهم في شركة محدودة، وأنّ عقد الخيار خيار شراء يمكّن المشتري من شراء سهم الشركة بسعر قدره ٦ دولار أمريكي بينما يحصل تداول السهم في السوق بسعر ٦,٧٠ دولار أمريكي، فعندها سيكون ثمن الخيار (العلاوة) ٠,٧٠ دولار أمريكي على الأقل- أي الفارق بين قيمة الأسهم والسعر الثابت الذي يمكن للمشتري أن يشتري به تلك الأسهم.

خيارات الشراء

يوصف خيار شراء أسهم الشركة في المثال السابق بسعر ٦ دولار أمريكي على أنّه خيار مربح (in-the-money option). وبعبارة أخرى، يستحقّ هذا الخيار التنفيذ لأنه خيار شراء ولأنّ سعر تداوُل أسهُم الشركة في السوق أعلى من السعر المتّفق عليه في العقد أي سعر ممارسة الخيار الذي يحقُّ لحامل عقد الخيار بموجبه شراء تلك الأسهم.

بالمقابل، لو كان هناك خيار شراء يمكّن المشتري من شراء أسهم الشركة المذكورة بسعر ٦,٧٥ دولار أمريكي بينما يتم تداول الأسهم في السوق بسعر ٦,٧٠ دولار أمريكي، لقلنا عن عقد الخيار بأنه خيار خاسر (out-of-the-money option). فالخيار في هذه الحالة لا يستحقّ التنفيذ لأنّ سعر السهم في السوق أقلّ من السعر المتّفق عليه في العقد، أي سعر ممارسة الخيار الذي يحقّ لحامل الخيار دفعه ثمناً للأسهم.

وقد يباع عقد الخيار مع ذلك بثمنٍ بخس، إذ يمثِّل ثمن العقد الأمل في ارتفاع سعر السهم محل العقد في المدّة الزمنيّة الفاصلة بين تاريخ شراء الخيار والتاريخ الذي يتسنى فيه لحامل العقد تنفيذه وشراء الأسهم محل التعاقد.

هذا وثمة احتمال الحصول على عقد خيار لشراء أسهم الشركة يُمكّن المُشتري من شراء الأسهم بسعر ٦,٧٠ دولار أمريكي، أي ما يعادل سِعر الأسهم في السوق تماماً. ويوصف عقد الخيار في هذه الحالة على أنه عقد خيار يتساوى فيه سعر التنفيذ مع سعر السوق (at-the-money option).

يكون خيار الشراء عند نقطة التعادل عندما يكون سعر السهم محل الاتفاق مساوياً لسعر ممارسة الخيار بالإضافة إلى العلاوة المدفوعة. ويمكن للمشتري أن ينفذ خيار شراء الأسهم بسعر ممارسة الخيار، وسوف تساوي التكلفة الإجمالية سعر السهم السائد، وبذلك تغطي المبلغ المدفوع كعلاوة، مما يؤدي إلى تعادل.

خيارات البيع

بالنسبة إلى المشترين الذين يملكون حق البيع (أي خيارات البيع)، تتميّز عقود الخيار المربحة وعقود الخيار الخاسرة بخصائص مُعاكِسة لتلك التي تتميَّز بها خيارات الشراء.

يوصف خيار البيع الذي ينصّ على سعر تنفيذ أعلى من سعر السهم محل التعاقد على أنه خيار مربح. على سبيل المثال، إذا كان لدى المستثمر خيار بيع بقيمة ٧ دولارات أمريكية ويتم تداول الأسهم بسعر ٦,٧٠ دولار أمريكي، فيمكن بيع الخيار أو تنفيذه لجني ربح قدره ٠,٣٠ دولار أمريكي. بينما يوصف خيار البيع الذي ينصّ على سعر ممارسة الخيار أقل من سعر السهم محل التعاقد على أنه خيار خاسر. وعلى غرار خيارات الشراء، يتساوى سعر تنفيذ خيار البيع مع سعر السوق عندما يتساوى سعر السهم محل التعاقد مع سعر ممارسة الخيار.

يصل خيار البيع إلى نقطة التعادل عندما يتساوى سعر السهم محل العقد مع ناتج طرح ثمن الخيار من سعر ممارسة الخيار. ويمكن للمشتري شراء الأسهم بسعر السهم السائد في السوق وعرضها على البائع بسعر التنفيذ ليحصل على المبلغ الذي دفعه ثمناً للخيار وبذلك يكون قد غطّى تكاليفه كاملة بلا ربح أو خسارة.

٧- السِّلع الأساسية

هدف التعلّم	
٣-٧-١	معرفة السمات الأساسية لأسواق السلع الأساسية، وآليات تأثير الخصائص المادية للسوق إلى جانب العرض والطلب والمسائل المتعلقة بالتخزين والنقل على الأسعار: الأسواق الزراعية؛ أسواق المعادن؛ أسواق الطاقة

توفر السلع الأساسية للمستثمر فرصاً للتنويع بسبب ارتباطها الضعيف بفئات الأصول التقليدية (الأسهم والسندات)؛ لذلك، يمكن أن تؤدي السلع الأساسية دوراً مهماً في تنويع الأصول داخل محفظة. وفي الإطار الأشمل لهذه الفئة من الأصول، هناك مجال لمزيد من التنويع. وتشمل أصناف السلع الأساسية الأعلى مستوى: الغذاء والطاقة والمعادن الثمينة والمعادن غير الثمينة. كما توجد أيضاً العديد من الأصناف الفرعية التي تتنافس مع بعضها البعض أو تتفاوت من حيث العوامل التي تحفِّز العرض والطلب عليها. فعلى سبيل المثال، في قطاع الطاقة، تختلف الديناميكيات التي تحرك سوق الغاز عن تلك التي تحرِّك سوق النفط اختلافاً كبيراً؛ يتأثر سوق الغاز تأثراً كبيراً بتقلبات الطلب الموسمية والتوترات الجيوسياسية التي توثر على طرق الإمداد، بينما يتأثر سوق النفط بشكل أكبر بقرارات الإنتاج التي تصدرها أوبك واتجاهات النمو الاقتصاديّ العالميّ.

وينبغي أن يركز المستثمرون على شروط العرض والطلب على السواء بالنسبة إلى السلع الأساسية. ولا تزال عوامل الجغرافيا السياسية من المحركات الرئيسة لأسعار السلع الأساسية.

علاوةً على ذلك، تؤثر المخاوف البيئية والاجتماعية والحوكمة تأثيراً متزايداً في أسواق السلع الأساسية. ومع منح المستثمرين والشركات الأولوية للاستدامة والممارسات الأخلاقية، فإنَّ ذلك يؤثر في كلٍّ من سلال التوريد وطلب المستهلكين. وتشمل المواد الرئيسة المستخدمة في صناعة الألواح الشمسية وعنفات الرياح والبطاريات النحاس والليثيوم والكوبالت؛ لكن التحدي هنا هو أنه يجب استخراج هذه المواد، مما قد يترتب عليه آثار بيئية واجتماعية (مثل تلوث المياه والهواء، والتعدين في ظروف تنتهك حقوق الإنسان). بالإضافة إلى ذلك، قد يتطلب بناء المصانع والمرافق اللازمة لتصنيع البطاريات وتجميعها قطع هكتارات من الغابات، غير أنَّ الأشجار جزء لا يتجزأ من النُظم البيئية، وتساهم في التنوّع البيولوجي وتوفّر موائل للحياة البرية. لذلك، يُعدّ تحقيق التوازن بين الطلب على التكنولوجيا الخضراء والحاجة إلى مصادر مسؤولة والحفاظ على البيئة مهمة معقدة، لكنها حاسمة بالنسبة إلى هذا القطاع.

١-٧ الأسواق الزراعية

تشتمل السلع الزراعية على عدد كبير من المنتجات، ويمكن تقسيمها إلى فئات عديدة، كما هو موضح في الجدول أدناه.

التصنيف حسب المجموعة	المنتجات
منتجات زراعية	الذرة والقمح والشوفان والأرز وفول الصويا وزيت الصويا والصوف (عادةً ما يُشار إليها بالسلع الزراعية الأساسيّة)
منتجات الألبان	الزبدة والحليب (المجفّف والبودرة والطازج) المجفّف والحليب الطازج ومصل اللبن
الماشية	تشمل جميع المنتجات المتعلّقة بالحيوانات - مثل لحوم الأبقار والأغنام
السلع المنتَجة	يُستخدم مصطلح السلع المنتّجة للإشارة إلى مجموعة محدّدة من السلع، تشمل عادةً الكاكاو والقهوة وعصير البرتقال والسلجم والتوابل والسكر والخشب ولب الخشب

يمكن تلخيص العوامل المتعلقة بالأسعار التي تؤثر على السلع الزراعية كلها بالعرض والطلب.

يُعرَّف العرض على أنه كمية السلعة الأساسية المتوفرة في السوق. تتأثّر هذه الكميّة بلا شك بعدة عوامل مثل مساحة الأرض المخصَّصة للإنتاج الزراعي وظروف الطقس السائدة في الموسم وأثر أيٍّ من العوامل الأخرى مثل الأمراض أو الآفات الزراعية وتطبيق وسائل التكنولوجيا المتطوِّرة وتوفر وسائل النقل والتخزين.

علاوة على ذلك، كلما زاد عدد مصادر سلعة معيّنة من السلع الزراعية أو المنتَجة وتنوّع هذه المصادر، كلما أصبح العرض أكثر استقراراً. على سبيل المثال، إذا زُرع الكاكاو في مناطق متعدّدة، سوف يخفّف ذلك من أثر الأحوال الجويّة السيئة في أيٍّ من هذه الأماكن على المحصول. وينطبق المبدأ ذاته على التعرّض للأمراض، لأنّ انتشار مرض سيؤثّر تأثيراً محدوداً على الأسعار إذا ما انحصر المرض في منطقة واحدة فقط.

ويتأثّر الطلب بحقيقة ما إذا كانت بلدان العالم تعاني من عجز في سلعة بعينها عوضاً عن وجود فائض منها. علاوة على ذلك، تُعَدّ عوامل مثل ثروات السكان والنمو الاقتصادي والصناعي وأذواق المستهلكين وعاداتهم والحوافز الضريبية من العوامل المهمّة التي تؤثر على الطلب. ويعزى نمو الطلب على بعض المنتجات الزراعية والسلع المنتَجة واللحوم في العقود الأخيرة جزئياً إلى ارتفاع مستوى المعيشة في الهند والصين، مما أدى إلى حدوث تحول في العادات الغذائية لشعبيّ هذين البلدين.

بصورة عامة، تؤثر تكاليف وسائل التخزين والنقل المناسبة في أسعار هذه السلع، حيث تقل أهمية مسألة التخزين أثناء موسم حصاد المنتج أو في الأشهر القليلة التالية. وبذلك تقلّ التكلفة عندئذ عن تكلفة تخزين السلعة في المستودعات لمدة أطول من الوقت. كما تؤثر المسافة الفاصلة بين المنتج والمستهلك على الأسعار، ولاسيما في ظلّ ارتفاع تكاليف النقل التي شهدها العالم في الآونة الأخيرة.

إنّ ما يميز تسعير المنتجات الزراعية أن الحكومة في معظم بلدان العالم تتدخّل بفاعلية في الأسواق، وذلك في خضمّ دعمها للمنتجين المحليين. ولعلّ خير مثال على ذلك نظام السياسة الزراعية المشتركة (CAP) في الاتحاد الأوروبي.

٢-٧ الفلزات العادية والمعادن الثمينة

تنتج دول العالم الكثير من الفلزات التي تجري بعد ذلك تنقيتها لغرض استخدامها في مجموعة كبيرة ومتنوعة من المنتجات والعمليات.

تتأثر أسعار الفلزات بالعرض والطلب، تماماً مثل غيرها من السلع. ومن العوامل التي تؤثر في العرض توفر المواد الخام وتكاليف الاستخراج والإنتاج، حيث يقيس المنتِج تكاليف استخراج الفلزات مقابل سعرها. وعندما ترتفع **التكاليف الحدية** للتعدين إلى حدٍّ يفوق سعر المعدن في السوق، يتوقف المنتِج عن الإنتاج. ويأتي هذا بحسب المبدأ الاقتصادي الأساسي الذي يقول إن التكلفة الحدية يجب أن تبقى أقل من السعر من أجل تغطية التكاليف الأخرى التي يتكبدها المنتِج مع إمكانيّة تحقيق الربح. وقد تتأثر هذه التكاليف بغياب الاستقرار السياسي وبالقوانين المتعلقة بالبيئة.

ينشأ الطلب عن المستخدمين الأساسيين للسلع، كالطلب المتزايد على المعادن في الاقتصادات التي تشهد نمواً صناعياً سريعاً (بما فيها الصين والهند)، والتحوّل الأخضر، في السنوات الأخيرة، إلى اقتصاد أكثر استدامة. كما ينشأ عن المستثمرين مثل صناديق التحوط التي قد تشتري عقوداً مستقبلية مرتبطة بالفلزات تحسباً لزيادة الطلب أو تدرِج السلع في صناديق محدّدة. ويستخدم المنتجون السوق لحماية إنتاجهم.

كان المستثمرون عادةً يعتبرون الذهب ملاذاً آمناً، لا سيّما في أوقات الأزمات أو الاضطرابات الاقتصادية. وغالباً ما يلجأ المستثمرون إلى الذهب كمخزن للقيمة عند مواجهة حالات عدم يقين مثل التوترات الجيوسياسية أو التدهور الاقتصادي أو تقلبات العمل. وعادةً ما يؤدي هذا الطلب المتزايد على الذهب في خلال فترات عدم الاستقرار إلى زيادة سعره، مما يعزز سمته كتحوط موثوق في مواجهة تذبذب السوق.

وعادة ما تشهد أسعار المعادن الثمينة كالذهب ارتفاعاً في أوقات الأزمات- إذ تُعَدّ ملاذاً آمناً للمستثمرين. وأخيراً، تتأثر المعادن المستخدمة في التغليف مثلاً بتكلفة البدائل مثل الزجاج والبلاستيك بالإضافة إلى مخاوف المستهلك والحكومة بشأن الموارد المستدامة وتدوير النفايات.

ويمكن تقسيم المعادن الرئيسة إلى فلزات عادية ومعادن ثمينة - غالباً ما تكون الفلزات العادية أكثر وفرة في الطبيعة، وفي بعض الأحيان يكون استخراجها أسهل، لذلك فإنَّ أسعارها عموماً أدنى من أسعار المعادن الثمينة.

ويوضح الجدول أدناه أبرز أنواع المعادن الرئيسة وبعض استخداماتها:

المعدن	الاستخدامات الرئيسة
الفلزات العادية	
النحاس	الأجهزة الكهربائية والإلكترونيات والبناء والمركبات الكهربائية والألواح الشمسية وعنفات الرياح
الألمنيوم	المركبات الفضائية والتغليف وأدوات المطبخ والنوافذ وتصنيع السيارات والمباني والمعلبات والألواح الشمسية وعنفات الرياح
الزنك	الجلفنة وإنتاج النحاس الأصفر
النيكل	إنتاج الفولاذ المقاوم للصدأ وغيره من السبائك
الرصاص	البطاريات والمباني
القصدير	التغليف وسبائك القصدير
الليثيوم	البطاريات وتخزين الطاقة
المعادن الثمينة	
الذهب	المجوهرات وأدوات طب الأسنان وأجهزة الحاسوب والأجهزة الالكترونية والاستثمارات
الفضة	المجوهرات وأدوات طب الأسنان والحلي والالكترونيات والتصوير الضوئي

٣-٧ أسواق منتجات الطاقة

تتمتع أسواق منتجات الطاقة بأهميّة بالغة، وتتضمّن أسواق النفط (والمنتجات المرتبطة بالنفط) والغاز الطبيعي والفحم. وعلى غرار أي سوق من أسواق المنتجات الأخرى، ويمكن تلخيص العوامل المؤثرة في السعر بعوامل الطلب وعوامل العرض. يتميز العرض في أسواق منتجات الطاقة بأنه محدود، وتستطيع الدول التي تتمتع بفائض من احتياطيات النفط والغاز تصديرها إلى تلك الدول التي لا تملك كميات كافية لتلبية احتياجاتها. وقد تقوم الدول المنتجة برفع الأسعار، الأمر الذي يؤدّي إلى الحدّ من العرض، وذلك عن طريق نشاطات الدول الرئيسة المنتجة للبترول في منظمة الدول المصدِّرة للنفط (أوبك) على سبيل المثال.

يتأثّر الطلب على النفط والغاز أساساً بمستويات الاستهلاك، التي تتأثر بدورها باحتياجات الطاقة (في مجال التصنيع والنقل مثلاً). ويمكن أن تتأثر الأسعار على نحو كبير بالأزمات السياسية، لا سيما في المناطق الرئيسة المنتجة للبترول في العالم، على سبيل المثال، في أعقاب الغزو الروسيّ لأوكرانيا في العام ٢٠٢٢، ارتفعت أسعار النفط والغاز لفترة، لأن روسيا تُعدّ من المصادر الكبيرة لهذه الموارد؛ وتأثرت أوروبا بشكل خاص، حيث كانت تعتمد اعتماداً كبيراً على واردات الغاز الروسي. ونظراً إلى الارتباط المباشر بين معدل الطلب ونمو الاقتصادات الاستهلاكية، تؤثّر التنبؤات الاقتصادية والبيانات الاقتصادية أيضاً على أسعار الطاقة.

يتضمن البترول كلاً من النفط الخام والعديد من المشتقات البترولية الناتجة عن عملية التكرير مثل النافتا ومركب البوتان والكيروسين (وقود الطائرات النفاثة) والبنزين والديزل وغاز التدفئة.

تم تعريف النفط الخام بواسطة ثلاثة عوامل رئيسة:

- حقل المنشأ، فيقال مثلاً خام برنت وخام غرب تكساس الوسيط وخام دبي.
- الكثافة، أي الكثافة المنخفضة (خام خفيف) والكثافة المرتفعة (خام ثقيل).
- نسبة الكبريت، أي نسبة كبريت منخفضة (خام حلو) أو نسبة كبريت مركزة (خام حامض).

الوقود الحيوي (Biofuels) هو أي وقود مشتق من مواد حيوية (أي مواد نباتية أو طحالب أو نفايات حيوانية). وبما أنها مشتقة من محاصيل يُمكن حصادها سنوياً (أو شهرياً، في حالة الطحالب)، فإنَّ الوقود الحيوي يُعد مصدراً من مصادر الطاقة المتجددة وهو غير محدود نظرياً. لكن بعض أنواع الوقود الحيوية تساهم فعلياً في ظاهرة الاحتباس الحراري، لذلك فإنَّ ضررها على البيئة أكبر من نفعها. الإيثانول والميثانول مصدران من مصادر الوقود الحيوي، وقد شهد إنتاجهما والطلب عليهما ارتفاعاً ملحوظاً في الآونة الأخيرة، وذلك في ضوء السمعة الحسنة التي اكتسبها هذان النوعان من الوقود بوصفهما بديلاً أنظف لوقود البنزين. يتم إنتاج هذين النوعين من الوقود باستخدام محاصيل زراعية مثل السكر والذرة، وقد أصبحا يستحوذان على حصّةٍ كبيرة في السوق البرازيلية وبدرجة أقلّ قليلاً في الولايات المتحدة.

يعدّ الفحم من أنواع الوقود الأحفوري الذي فقد جزءاً من جاذبيته في الآونة الأخيرة بسبب سمعته السيّئة بوصفه الأكثر تلويثاً للبيئة بين مصادر الطاقة كلها. يتوفر الفحم بغزارة ويُمكن استخدامه لإنتاج الطاقة بطرق شتَّى.

تجد مصفاة النفط، مثل معظم المصنِّعين الآخرين، نفسها بين سوقين: المواد الخام التي تحتاج إلى شرائها والمُنتَجات الجاهِزة الّتي تطرَحها للبيع. وغالباً ما تخضع أسعار النفط الخام والمنتجات النفطية الرئيسة المُكرّرة، أي وقود التدفئة والبنزين الخالي من الرصاص، بصورة مستقلّة لمتغيّرات العرض والطلب والإنتاج والاعتبارات الاقتصادية واللوائح القانونية التي تحمي البيئة، لذا، فقد تتعرّض مصافي النفط وشركات التسويق التي لا تستخدم إستراتيجية التسويق المتكامل إلى مخاطر جسيمة عند ارتفاع أسعار النفط الخام إذا بقيت أسعار المنتجات النهائية ثابتة أو حتى إذا انخفضت.

يمكن لهذا الوضع أن يضيّق إلى حدٍّ كبير هامش التكسير (المعروف أيضاً باسم فارق الأسعار بين السلع)، أي أنَّ هامش الربح الذي تحقّقه مصفاة النفط عندما تحصِّل النفط الخام وتقوم في الوقت ذاته ببيع وقود التدفئة والبنزين (اللذين يمثلان الناتجين النّهائيّين في عملية تكرير النفط الخام) في سوق يتزايد فيها التنافس. ويُشتق مصطلح "هامش التكسير" من عملية التكرير التي تجري فيها تجزئة النفط الخام إلى منتجاته المكوّنة. ونظراً إلى وجود المصفاة على جانبي السّوق في آنٍ معاً، فقد تكون أكثر عرضةً لمخاطِر السوق مُقارنةً بالشركات التي يقتصر نشاطها على بيع النفط الخام فقط عند فوهة البئر، أو تلك التي تبيع المُنتجات النهائية إلى المستثمرين في أسواق مالية للشركات والأفراد. وعادةً ما يستخدم المشاركون في السوق عقود مستقبلية على وقود التدفئة والبنزين والنفط الخام لتتبع هوامش التكسير.

كما يمكن للتغيرات الأخرى التي تطرأ على الظروف والممارسات السائدة في السوق أن تحدث أثراً أقلّ وضوحاً، لكنّه مهمّ مع ذلك، على الأسعار. ولا شكّ أنّ للجدل الدائر حالياً حول قوانين حماية البيئة التي تتعلق بتركيب البنزين ونسبة الكبريت في الوقود المُقطَّر صدى جلياً في السوق.

ونظراً إلى تنوّع نواتج مصافي النفط وفقاً لتركيب المصفاة ومزيج المواد الخام لديها وحاجتها إلى تلبية احتياجات الإنتاج الموسمي في السوق، يمكن لأسواق العقود المُستقبليّة لمنتجات الطاقة أن توفر المرونة اللازمة للتحوُّط ضد المخاطر المرتبطة بنِسبٍ مُختلفة من المواد الخام والمنتجات النهائية.

وعندما تُجبر مصافي النفط على وقف إنتاجها لأغراض الصيانة أو الإصلاحات الموسمية، يجب عليها في أغلب الأحيان أن تدخل أسواق النفط الخام والمُنتجات النهائية للوفاء بالتزاماتها و**عقود** الإمداد. وعندما تعجز المصفاة عن إنتاج منتجات كافية للوفاء بالتزاماتها المرحلية من الإمدادات، يجب عليها عندئذ شراء المنتجات بأسعار السوق الفورية وإعادة بيعها إلى عملائها. إلى جانب ذلك، تضطر المصفاة التي لا توجد لديها مستودعات كافية لتخزين الإمدادات الواردة من النفط الخام إلى بيع الفائض عنها بالسعر الفوري في السوق.

تتضمن التكاليف الأخرى التي تؤثر على سعر منتجات الطاقة تكاليف نقل الغاز ونقل الطاقة وتشغيل المصانع والصيانة والتكاليف الثابتة. وعندما يتزايد الطلب على الطاقة، يمكن لقدرة المصفاة على توفير المولّدات بسرعة وبأقل تكلفة بطريقة اقتصادية أن تترك أثراً بالغاً على التكاليف التشغيلية. فعلى سبيل المثال، قد يكون البترول أقل تكلفةً عند استخدامه بغرض توليد الطاقة مقارنة بالغاز الطبيعي، لكن المصفاة قد تجد مع ذلك أنه من الأسرع والأيسر لها جلب مولدات تعمل بالغاز الطبيعي في الوقت المناسب لتلبية الطلب المتزايد.

وفي سوق النقد، ينبغي أيضاً أخذ تكلفة نقل الغاز، وتوليد الكهرباء ورسوم نقلها في الاعتبار عند تحديد سعر تسليم الكهرباء.

٨- الأصول الرقمية

هدف التعلّم

٣-٨-١ معرفة خلفية الأصول الرقمية، وخصائصها الأساسية، والمخاطر المرتبطة بها

الأصول الرقمية هي مجال جديد نسبياً وسريع التطوّر في التمويل والتكنولوجيا. وتُعرف الأصول الرقمية بمسميات مختلفة، ولم يُحدد تعريف متفق عليه للأصل الرقميّ أو الأصل المشفّر. لكنها، بشكل عام، أيّ شكل من أشكال الأصول الافتراضية أو الرقمية التي تؤمّن عن طريق التشفير ولا توجد سوى في شكل إلكتروني.

جدير بالملاحظة أنَّ مصطلحي "الأصل الرقميّ" و"الأصل المشفَّر" غالباً ما يُستخدمان من دون تمييز بينهما، لكن معانيهما قد تختلف بعض الشيء بحسب السياق. و"الأصل الرقمي" هو مصطلح واسع يشمل أيّ أصل موجود في شكل رقمي. وفي المقابل، يشير مصطلح "الأصل المشفَّر" على وجه التحديد إلى نوع من الأصول الرقمية تستخدم تقنيات التشفير لتأمين المعاملات، والتحكّم في إنشاء وحدات جديدة، والتحقق من نقل الأصول. وهذا يعني أنَّه على الرغم من أنَّ جميع الأصول المشفَّرة هي أصول رقميّة، فليست كل الأصول الرقمية مؤهلة لتكون أصولاً مشفَّرة.

تعتمد الأصول المشفَّرة على تقنية البلوكتشين وهي نوع من أنواع تقنية دفتر الحسابات الموزَّع (DLT). وتعمل تقنية دفتر الحسابات الموزَّع كقاعدة بيانات أو نظام محاسبة عبر شبكة، مما يمكّن المشاركين من أن يتتبعوا ملكية الأصول المشفَّرة وأن ينقلوها. وتستخدم تقنية البلوكتشين التشفير لمعالجة المعاملات في دفتر الحسابات والتحقق منها، لتصعّب اختراق بياناته وتوفّر دليلاً على الدفع والملكية يُمكن التحقق منه بشكل مستقل.

توجد أنواع مختلفة من الأصول الرقمية، لكن من أبرزها: العملات المشفَّرة (مثل البيتكوين)، والعملات المستقرَّة، والنقود الرمزية، والعملات الرقمية للبنوك المركزية. وفيما يأتي نستعرض الميزات الرئيسة لكلٍّ منها.

العملات المشفَّرة	• العملات المشفَّرة هي أصول أنشئت رقميًا لتكون بمنزلة مخزن للقيمة، ويمكن استخدامها وسيلةً لتبادل السلع والخدمات. • يشار إليها غالبًا على أنها عملات افتراضية للدلالة على أنها ليست صادرة عن البنوك المركزية أو مضمونة من قبلها، ومن ثَم فهي ليست نقدًا إلزاميًا.
العملات المستقرَّة	• العملات المستقرَّة هي شكلٌ من أشكال العملات المشفَّرة، لكنَّ قيمتها -بخلاف العملات المشفَّرة عالية المخاطر مثل البيتكوين - ترتبط عادةً بأصول معينة للحدِّ من تقلبات سعر العملة. غير أنَّ الانهيار الحاصل في سعر عملة "تيرا" في النصف الأول من عام ٢٠٢٢ قد أثبت أنه لا يمكن التسليم باستقرار هذه العملات. • يشتري العملاء عملات مستقرَّة من البورصات، ويُستخدم جزءٌ من الأموال التي دفعوها كاحتياطيات لتوفير دعم بالأصول لهذه العملات.
النقود الرمزية	• النقود الرمزية عبارة عن إصدارات رقمية من أحد الأصول المشفَّرة • وتنقسم إلى نوعين رئيسَين: النقود الرمزية الاستثمارية، والنقود الرمزية الخدمية. • تُصمَّم النقود الرمزية الاستثمارية لتكون بمنزلة فرص استثمارية ذات خصائص تشبه خصائص الأدوات المالية التقليدية. • تمنح النقود الرمزية الخدمية حاملها حقَّ الوصول المستقبلي إلى منتجات أو خدمات معيَّنة.
العملات الرقمية للبنوك المركزية	• هي شكل من أشكال العملة الرقمية تصدر عن بنك مركزي. • يرى أنصار هذا الاتجاه أن من شأن ذلك أن يوفِّر المزايا المنسوبة إلى العملات المستقرَّة بما في ذلك التكاليف الأقلّ وتسوية عمليات الدفع بسرعة أكبر. • تُعدّ عموماً أصولاً رقمية وليست أصولاً مشفَّرة. ففي حين أنَّ العملات الرقمية للبنوك المركزية قد تستخدم تقنية بلوكتشين أو تقنية دفتر الحسابات الموزَّع (DLT) لتشغيلها، لكنها عادةً ما تُصدرها وتُنظّمها البنوك المركزية، مما يميزها عن العملات المشفَّرة اللامركزية.

جرى طرح أول عملة مشفَّرة في العام ٢٠٠٩، استجابةً للأزمة المالية العالمية. ففي ذلك الوقت، كان هناك انعدام للثقة في البنوك التي شعر كثيرون أنَّها تتحمّل مسؤولية الأزمة. من ثمَ ظهرت البيتكوين كعملة لامركزية بديلة، ووسيلة لإبعاد الأموال عن سيطرة المصرفيين. ظهر العديد من العملات المشفرة الجديدة منذ ذلك الحين، ويوجد اليوم الآلاف منها.

تتسم العملات المشفَّرة حتى يومنا هذا بتقلبها الشديد مما يعني أن استخدامها في الحياة اليومية للدفع في المعاملات الروتينية لا يزال محدودًا. وبدلاً من ذلك، فإنها تُشترى بوصفها أصلًا من المحتمل أن ترتفع قيمته حتى وإن كان سعره متقلبًا.

بعد ذلك ظهرت العملات المستقرَّة في بداية العقد الثاني من القرن الحالي في محاولةٍ للتغلب على مشكلات تقلُّب السعر المرتبطة بالعملات المشفَّرة عالية المخاطر. وهنا ينبغي على المستشار المالي أن يتحرَّى عن الاحتياطيات المستخدمة لدعم هذه العملات، ولا سيما في غياب الشفافية حول كيفية استثمار تلك الاحتياطيات أحيانًا. ويعتمد كثير من مزودي هذه العملات على السنداتِ الحكوميةَ والورقة التجارية (CP) في احتياطياتهم، وهو ما قد يؤدي، بسبب الحجم الهائل لاحتياطيات العملات، إلى حدوث مشكلات خطيرة في السيولة واحتمال عدوى أسواق الائتمان إذا كان لا بد من بيع تلك الاحتياطيات بسرعة.

يمكن الاحتفاظ بالأصول الرقمية في سجلات الكمبيوتر، ويتوفر أيضًا خيار الاحتفاظ بها في محفظة رقمية تسهِّل الوصول إليها وتسرِّع عملية تداولها؛ نظرًا إلى إمكانية اتصال تلك المحافظ بالبورصات أو الخدمات الأخرى بسرعة. لكن وجود هذه الأصول على الإنترنت يجعل المحافظ الرقمية أكثر عرضة للسرقة الإلكترونية، ولذلك يحتفظ بعض الأشخاص بأصولهم الرقمية فيما يُعرف بـ "المخزن البارد – أي على جهاز إلكتروني غير متصل بالإنترنت (يصبح الخطر هو فقدان مثل هذا الجهاز أو تدميره). ومن المخاطر الأخرى المرتبطة بهذه الأصول إمكانية فقدان المفتاح الشخصي الذي يفتح المحفظة الرقمية أو نسيانه، مما يجعل الوصول إلى الأصول الرقمية أو استرجاعها مستحيلاً تقريباً.

كذلك يمكن أن تتأثر قيمة العملة إذا جرى إيقاف استخدامها، أو إلغاء إدراجها، أو خضعت لتغيير تقني كبير. وقد يجري إيقاف استخدام العملات المشفّرة لأسباب عديدة، منها قلَّة التداول والسيولة وسرقة البيانات.

يضاف إلى ذلك المخاطر الناتجة عن التغير المستمر في اللوائح التنظيمية المتعلّقة بالأصول المشفَّرة. ففي حين أدخلت الهيئات التنظيمية في مختلف أنحاء العالم لوائح تنظيمية جديدة بشأن الأصول المشفَّرة في السنوات الأخيرة، من أجل معالجة المخاطر الناشئة وحماية الاستقرار المالي، لا يوجد أيّ اتفاق مشترك حول آليات تنظيم القطاع والأصول، فضلاً عن صعوبة وضع تعريف لما يشكّل أصلاً رقمياً، وكون بعض الأصول المشفَّرة عابرة للحدود بطبيعتها، وتنطوي على إبقاء هُوية مستخدميها مجهولةً.

٩- العمليات التشغيلية

تتطلَّب إدارةُ أصول العملاء كالسندات والأسهم وصناديق الاستثمار عملياتٍ إداريةً فاعلة لدعمها أيضًا. ويشار إلى هذه العمليات بمصطلحات مختلفة مثل عمليات الاستثمار التشغيلية، أو معالجة الأوراق المالية،. وتنطوي على مجموعةٍ واسعة من الأنشطة بما في ذلك الاحتفاظ بالأصول في مكان آمن، وتسلُّم دفعات الفائدة والأرباح الموزعة، وتطبيق قرارات الشركات على الأصول التي يملكها العميل، وتسوية الصفقات.

٩-١ طرق التملُّك

هدف التعلّم

٩-١-٣ معرفة الآثار المترتبة على تملُّك: الاستثمارات المسجَّلة أو المحفوظة بصيغة إلكترونية؛ والاستثمارات في صيغة أوراق مالية لحاملها

تُعد تسوية التداولات وظيفة معقّدة ومتزايدة الأهمية لتمكين الأسواق من العمل بفاعلية. ويتوقّف نشاط التداول وسيولة السوق ونمو أسواق المال على أنظمة التداول والتسوية الآمنة والفعالة. وفي ظل عولمة الأسواق، يرغب العملاء في التداول في أكثر من سوق وفي

أدوات مالية أكثر تطوراً. ونظراً إلى أن التسوية هي المرحلة الأخيرة من عملية التداول، فغالباً ما تظهر خلالها نقاط الضعف الموجودة في المراحل الأخرى من العملية. وقد أدّى ذلك إلى ممارسة الضغوط على شركات الاستثمار لتحسين جودة خدماتها والحدّ من أخطاء التسوية وتكثيف الاستثمار في النظم الآلية.

٩-١-١ حق الملكية

يمكن إصدار إما أسهم اسمية أو أسهم لحاملها.

الأسهم الاسمية	• يتضمن امتلاك الأسهم الاسمية اسم المستثمر الذي يتم تقييده في سجل الأسهم، وأحياناً يتم إصدار شهادة بالأسهم المشتراة إلى المستثمر لإثبات ملكيته. • الممارسة المعتادة تتمثّل بإصدار الأسهم الاسمية على أساس غير مدعوم بشهادة، إذ يتم إثبات الملكية في سجل إلكتروني؛ وكانت شهادة السهم، تاريخياً، عبارة عن وثيقة مادية.
الأسهم لحاملها	• البديل لامتلاك الأسهم الاسمية هو امتلاك أسهم لحاملها. وتدلّ التسمية على أن الشخص الممتلك لشهادة السهم أو "حاملها" هو المالك. وتنتقل الملكية عن طريق نقل شهادة السهم إلى المالك الجديد. • يضيف هذا درجة من المخاطرة بملكية الأسهم إذ يعني فقدان الشهادة خسارة استثمار الشخص. ولذلك، يُعَدّ امتلاك أسهم لحاملها أمراً نادراً نسبياً. • بالإضافة إلى ذلك، تنظر الجهات التنظيمية إلى الأسهم لحاملها على أنها غير مؤاتية بسبب إفساحها المجال أمام إمكانية حدوث غسل الأموال والتهرب الضريبي. بالتالي، يتم تجميدها عادةً في مركز إيداع مثل شركة يوروكلير (Euroclear)، أو في السجلات المحلية التابعة للدولة المُصدِرة.

في أغلب الحالات، يتعين على الشركة الاحتفاظ بسجل الأسهم، إذ إنه مجرد سجل بجميع المساهمين الحاليين في تلك الشركة، وعدد الأسهم التي يملكها كل منهم. ويتم الاحتفاظ بسجل الأسهم عند أمين سجلات الشركة، الذي قد يكون موظفاً في الشركة نفسها أو في شركة متخصصة من أمناء السجلات. يتم الاحتفاظ أيضاً بسجل إلكتروني للتمكّن من تسوية التداولات إلكترونياً.

عندما يبيع المساهم بعضاً من أسهمه أو جميعها، يجب أن تتوفّر آلية تحديث السجل لتعديل المشتري وتنفيذ تغيير الملكية، ولتحويل الأموال إلى البائع. ويلزم ذلك لتسوية المعاملة– وبذلك، توصف بأنها تسوية.

تمثل التسوية تبادل الأوراق المالية ودفع قيمتها المستحقّة. في معظم الأسواق المالية المتقدمة، يحمل القليل من المشاركين شهادات فعلية للأوراق المالية المتداولة في البورصة التي يملكونها. بدلاً من ذلك، يتم تعقّب الملكية إلكترونياً من خلال نظام القيود الدفترية الذي يحتفظ به مركز الإيداع المركزي للأوراق المالية (Central Securities Depository CSD). وفي مركز الإيداع، يُسجَّل نقل الملكية في سجلات النظام عند التسوية.

٢-٩ تسوية الصفقات

هدف التعلّم

٢-٩-٣ معرفة خصائص تسوية الصفقات: التسليم مقابل السداد؛ دور الأطراف النظيرة المركزية

١-٢-٩ المقاصة والأطراف النظيرة المركزية

المقاصة هي العملية التي يتم من خلالها تحديد التزامات البائع والمشتري إزاء المعاملة وإضفاء الصفة الرسمية عليها بشكل قانوني. بعبارة أخرى، يحدد هذا الإجراء ما يتوقع كل نظير استلامه عند تسوية الصفقة. كما يحدد الالتزامات التي يجب أن يفي بها الجميع، من حيث تسليم الأوراق المالية أو الأموال، لتسوية المعاملة بنجاح.

على وجه التحديد، تتضمن عملية المقاصة:

- تسجيل معلومات المعاملة الرئيسة حتى يتسنى النظراء الاتفاق على شروطها
- إضفاء الطابع الرسمي على الالتزام القانوني بين النظراء
- مطابقة تفاصيل المعاملة وتأكيدها
- الموافقة على إجراءات تسوية المعاملة
- حساب التزامات التسوية وإرسال تعليمات التسوية إلى الوسطاء وأمناء الحفظ ومركز الإيداع المركزي للأوراق المالية
- إدارة الهوامش وإجراء طلبات تغطية (margin calls: يتعلق الهامش بالضمان الذي يتم دفعه لوكيل المقاصة من قبل النظراء لضمان مراكزهم ضد التخلّف عن الدفع قبل التسوية).

قد يتمّ إنهاء مقاصة المعاملة وتسويتها مباشرة بين النظراء التجاريين– المعروفة باسم التسوية الثنائية. عندما تتم مقاصة المعاملة بشكل ثنائي، يتحمل كل طرف تجاري مخاطر ائتمان مباشرة حيال كل نظير يتداول معه. وبالتالي، يتحمّل عادةً المسؤولية المباشرة عن أي خسائر تكبدها جرّاء عدم وفاء الطرف النظير بالتزاماته.

ويتمثّل الحل البديل في مقاصة المعاملة من خلال اللجوء إلى الطرف النظير المركزي (CCP)، الذي يتدخل بين النظراء في المعاملة، بحيث يصبح المشتري لكل بائع والبائع لكل مشترٍ. نتيجة لذلك، يتعامل المشتري والبائع مع الطرف النظير المركزي فيبقيان مجهولي الهوية لبعضهما البعض. تُعرف هذه العملية التي يصبح فيها النظير المركزي طرفاً في المعاملة باسم التجديد أو إبدال التزام قائم بالتزام جديد.

أصبحت الجهات التنظيمية تحرص بصورة متزايدة على تشجيع استخدام النظراء المركزيين في مجموعة واسعة من المنتجات المالية. في حين أن هذا لا يمنع احتمال تخلّف المؤسسات عن الدفع، فإنه ينقل هذه المخاطر لجميع المشاركين، ويسهّل عملية مراقبة هذه المخاطر وتنظيمها بصورة تدريجية. وتوفر إجراءات احتواء المخاطر التي يؤمّنها النظير المركزي بشكل فعال نظام إنذار مبكراً للجهات التنظيمية المالية بشأن المخاطر المحتملة، وتشكّل أداة مهمة في مساعي احتواء هذه المخاطر ضمن حدود يمكن السيطرة عليها.

٢-٢-٩ عملية التسوية

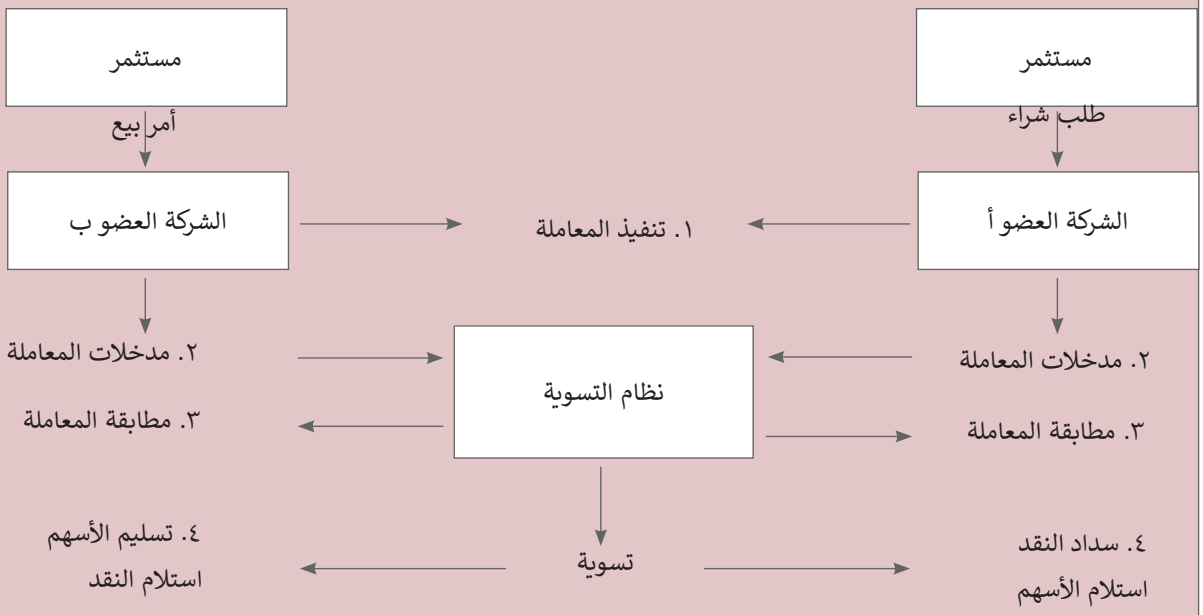
التسوية هي المرحلة الأخيرة من عملية التداول، والطريقة المقبولة بشكل عام هي **التسليم مقابل السداد (Delivery versus Payment DvP)**، الذي يتطلب التبادل الفوري للأوراق المالية والنقد.

تُستخدَم الأنظمة الإلكترونية لتحقيق ذلك من خلال عملية تُعرَف باسم نقل القيود الدفترية، والتي تتضمن تغيير السجلات الإلكترونية للملكية بدلاً من إصدار شهادات أسهم جديدة. بدلاً من ذلك، يتم تجميد شهادات الأسهم في خزائن أو عادةً ما يُحتفظ بها بصورة قيود إلكترونية **(نظام السجلات الإلكترونية)**، ما يشير إلى الاستغناء تماماً عن شهادات الأسهم الورقية.

تختلف العملية الفعلية المستخدمة للتسوية من بلد لآخر، لكن الرسم البياني التالي يوضح المبادئ العامة لكيفية إدخال عمليات بيع الأسهم بين نظيرَين في بورصة رسمية وتطابقها وتسويتها.

عملية التسوية

في هذا المثال، نفذت الشركة أ طلب شراء أسهم من عميل مع الشركة ب التي وافقت على البيع. ستتم المعاملة في البورصة. وبعد التنفيذ، يقوم كلا الطرفين بإدخال تفاصيل المعاملة في نظام التسوية.



ويتحقق نظام التسوية من توافق التعليمات، وإذا كان الأمر كذلك، يُعلم الطرفَين بمطابقة المعاملة. في يوم التسوية، سيتحقق نظام التسوية من أن المشتري يمتلك النقود اللازمة وأن البائع يمتلك الأسهم محلّ التعاقد. وشريطة توفر ذلك، سينقل النظام الأسهم إلى وسيط الشراء والنقد إلى وسيط البيع. ويقوم الوسطاء بدورهم بتسوية المعاملة مع عملائهم.

يشار عادةً إلى التاريخ الذي تتم فيه تسوية المعاملة بـ T+٢ أو أي عدد مماثل. يشير حرف T إلى تاريخ التداول ويبين T+٢ أن المعاملة ستتم تسويتها بعد يومي عمل من تاريخ إبرام الصفقة. على سبيل المثال، في حال حدوث عملية التداول يوم الاثنين، فستتم تسويتها بعد يومي عمل، أي يوم الأربعاء.

تسوّي اقتصادات عديدة عمليات تداول الأسهم على أساس T+٢، على الرغم من أنَّ بعض البلدان تبنت دورات تسوية أقصر أو تفكر في ذلك؛ على سبيل المثال، اعتباراً من مايو ٢٠٢٤، تُسوّى الأسهم الأمريكية على أساس T+١. وتشمل فوائد دورات التسوية الأقصر تقليل مخاطر ائتمان الطرف النظير والتكاليف ذات الصلة، بالإضافة إلى تحسين العمليات التشغيلية وزيادة سيولة السوق. لكن لا يزال ثمَّة طريق طويل يجب قطعه قبل اعتماد تسوية T+٠، حيث ستحتاج أسواق الأوراق المالية إلى مستويات أرقى من المعالجة الآلية، بالإضافة إلى بنية تحتية استثمارية أخرى، لدعم الدورات الأقصر هذه.

تتبع عمليات تداول السندات اتفاقيات تسوية مماثلة لتلك الخاصة بالأسهم، حيث إنَّ T+٢ فترة تسوية مشتركة، على الرغم من أنَّ فترات التسوية تختلف بحسب السوق والنوع المحدد من السندات المتداولة. على سبيل المثال، تسوّي بعض أسواق السندات عمليات التداول على أساس T+١، في حين يكون لأسواق أخرى فترات تسوية أطول (مثل T+٣ أو حتى T+٤).

قد تتباين فترات التسوية لأنواع أخرى من الاستثمارات (مثل صناديق الاستثمار المشتركة وعقود الخيارات وعقود الصرف الأجنبي المستقبلية والسلع الأساسية) من T+١ إلى T+٤، إن لم يكن لفترات أطول، اعتماداً على اتفاقيات السوق والمتطلبات التنظيمية والاعتبارات التشغيلية.

٣-٩ قرارات الشركات

هدف التعلّم

٣-٩-٣ معرفة قرارات الشركات الإلزامية والطوعية الأساسية: إصدار أسهُم العلاوة/ الأسهم المَجّانية؛ دمج الأسهم؛ الاسترداد النهائي؛ تجزئة الأسهم/ تقسيم الأسهم؛ تنفيذ عقود الكفالة؛ إصدار حقوق الأولوية؛ العروض المفتوحة

يُقصد بقرارات الشركات قيام إحدى الشركات العامّة بإجراءٍ ما يؤثر على مساهميها في ظل حدثٍ يؤثّر على الأوراق المالية (الأسهم أو الديون) الصادرة عن الشركة. يحتاج المساهمون إلى فهم تأثير هذه القرارات على ملكيّتهم من الأسهُم لأنّها قد تؤثر على قيمة السهم.

عموماً، يمكن تصنيف قرارات الشركات في ثلاثة أنواع؛ قرارات إلزامية وقرارات إلزامية مع خيارات وقرارات طوعية (يُلاحظ أنَّ بعض البلدان، مثل الولايات المتّحدة، تصنفها إما كقرارات طوعية أو كقرارات إلزامية).

يمكن تصنيف قرارات الشركات في ثلاثة أنواع؛ قرارات إلزامية وقرارات إلزامية مع خيارات وقرارات طوعية.

- **قرارات الشركات الإلزامية** - القرارات الصادرة عن إدارة الشركة ولا تتطلب أي تدخل من حملة الأسهُم أو حملة السندات أنفسهم. ويُعَدّ دفع توزيعات أرباح الأسهم أوضحَ مِثال على قرارات الشركات الإلزامية، إذ يتلقّى حملة الأسهم جميعاً توزيعات أرباح الأسهم بصورة تلقائية.
- **قرارات الشركات الإلزامية مع خيارات** - قرارات تنطوي على خيار تلقائي ينفَّذ في حال اختار حامل الأسهم عدم التدخّل، لكن لحملة الأسهُم الحقّ في اللُّجوء لخِيارٍ آخَر في أثناء مدّة زمنيّة مفتوحة حتّى تاريخ تنفيذ الخيار التلقائي. نذكر من الأمثلة على هذا النوع مِن القَرارات **إصدار حقوق الأولوية** الّذي سنتناوله بالتفصيل لاحقاً.
- **قرارات الشركات الطوعية** - القرارات التي تتطلب من حملة الأسهُم اتخاذ قرار، كما هي الحال في القرارات المتعلقة بقبول عروض الاستحواذ (**التملّك**) على الشركات أو رفضها. فإذا تقدمت شركة أخرى بعرضٍ للاستحواذ على الشركة، يجب على كُلِّ فردٍ من حملة الأسهم التصويت بقُبول العرض أو رفضه.

تصنّفها بعض الدول، مثل الولايات المتحدة، على أنها إما طوعية أو إلزامية وحسب.

١-٣-٩ نسب الأوراق المالية

قبل الاطّلاع على الأنواع المختلفة لقرارات الشركات، من الضروري فهم كيفيّة تحديد الشركة لبنود أي قرار تتّخذه مثل قرار إصدار حقوق الأولوية أو **إصدار الأسهم المجانية**، حيث يتمّ ذلك من خلال نسب الأوراق المالية.

تتحدد شروط وبنود التنفيذ (كما يختارها مجلس إدارة الشركة أو بتصويت المساهمين) لدى إعلان الشركة عن قراراتها، التي قد تتعلّق بكل بساطة بمبلغ توزيعات أرباح الأسهم. وفي قرارات أخرى، قد تحدّد الشركة عدد الأسهم الجديدة التي يحق للمساهم أن يتلقاها مقابل كل سهم يملكه بالفعل.

على سبيل المثال، قد تعلن شركة عن إصدار أسهم مجانية ٥ مقابل ٢ مما يعني أن المستثمر يحصل على خمسة أسهم جديدة مقابل كل سهمين يمتلكهما في الشركة. في هذا السيناريو، يحصل المستثمر الذي يمتلك ٢٠٠ سهم على ٢٠٠ + ٥٠٠ = ٧٠٠ سهم إجمالاً. هذه هي الطريقة النموذجية المستخدمة في الأسواق الأوروبية والآسيوية، ويمكن تذكُّرها بسهولة بالتعبير عنها دائماً بعبارة أن المستثمر سيحصل على "عدد أ من الأسهم الجديدة مقابل كل عدد ب من الأسهم التي يملكها بالفعل".

أما في الولايات المتحدة فيختلف النهج المتّبع عن ذلك، إذ يشير الرقم الأول في نسب الأوراق المالية إلى العدد الأخير من الأسهم المملوكة بعد إصدار القرار؛ ويشير الرقم الثاني إلى عدد الأسهم المملوكة في الأصل. في هذه الحالة، تعني نسبة الأسهم المجانية ٥ مقابل ٢ أنَّ المستثمر الذي يمتلك ٢٠٠ سهم سيحصل على ٥٠٠ سهم.

عند التعامل مع قرارات الشركات في ولايات قضائية مختلفة، غالباً ما يتعين توضيح العرف المتبع لفهم شروط الإصدار.

٢-٣-٩ الأنواع الرئيسة لقرارات الشركات

يوجد أكثر من ١٥٠ نوعاً مختلفاً من قرارات الشركات، لكننا سنقتصر في هذا القسم على دراسة بعض من الأنواع الكثيرة التي نصادفها عادة.

- **إصدار الأسهم المجانية** - يُعرف أيضاً باسم إصدار أسهم العلاوة أو رسملة الأرباح. تُصدر الشركة وحدات إضافية من ورقة ماليّة مُعيّنة وتوزّعها على حملة الأسهُم الحاليين (أي المساهمين المسجلين في سجل القيد) بما يتناسب مع حجم ملكيّتهم من الأسهم في يوم تاريخ القيد. وتُقدم الشركات، في المقام الأول، على إصدار أسهم مجانية لجذب الاستثمار، حيث يؤدي إصدار أسهم مجانية إلى زيادة عدد الأسهم المُصدرة، مما يقلل سعر السهم، ويجعل الأسهم في متناول المستثمرين الأفراد تالياً.
- **تجميع الأسهم (التجزئة العكسية)** - في هذه الحال، تقرر الشركة تقليص عدد الأوراق المالية الصادرة، وهو ما يؤدي إلى زيادة مماثلة في القيمة الاسمية. فتقوم شركة، مثلاً، بدمج كل أربعة أسهم من الأسهم العادية التي تبلغ قيمتها ٢٥ بنساً في سهم واحد: هذا يعني أن كلّ أربعة أسهم عادية قيمة كلّ منها ٢٥ بنساً ستندمج لتصبح سهماً قيمته ١ جنيه إسترليني.
- **الاسترداد النهائي**- يتضمن الاسترداد النهائي سداد قيمة سندات الديون كاملةً عند تاريخ الاستحقاق المنصوص عليه في شروط الإصدار.
- **تجزئة الأسهم (تقسيم الأسهم)** – تزيد الشركة من عدد الأوراق المالية الصادرة، وذلك عبر تقسيم كل سهم من أسهمها الموجودة حالياً إلى أربعة أسهم مثلاً يحمل كلّ منها قيمة اسميّة تعادل ربع القيمة الاسمية للسهم الأصلي.
- **تنفيذ عقود الكفالة** - تمنح عقود الكفالة حملتها الحقَّ في شراء أو بيع عدد مُحدّد مسبقاً من أسهم الشرِكة العادية بسعر مُحدّد مُسبقاً بحلول تاريخٍ مُعيّن مُسبقاً أو قبل ذلك التاريخ.
- **إصدار حقوق الأولوية (Rights Issue)** - تمنح الشركة المستثمرين الحاليين حق الاكتتاب في أسهم إضافية جديدة بخصم على سعر هذه الأسهم في السوق وقت الإعلان عن الإصدار. ويتناسب عدد الأسهم الإضافية التي يمكن للمستثمرين الاكتتاب فيها مع حجم ملكيّتهم من الأسهُم أصلاً، وفي حال اختار المستثمرون عدم ممارسة حقوقهم في الاكتتاب، تبيع الشركة هذه الحقوق الإضافية وتوزّع عوائدها على أولئك المساهمين.
- **الإصدار الخاص** - يجوز للشركة أن تقوم بطرح الأسهم لمجموعة صغيرة من المستثمرين بوصفه جزءاً من **الاكتتاب العام الأولي (IPO)** أو لجمع تمويل إضافي بواسطة طرح أسهم جديدة في السوق عوضاً عن إصدار حقوق الأولوية للمساهمين الحاليين. وهذا يتطلّب من المساهمين الحاليين في الشركة التصويت لإصدار **قرار خاص** أولاً للتنازُل عن **حقوقهم في الشفعة**.
- **العروض المفتوحة** – يُعَدّ العرض المفتوح طريقة للحصول على رأس مال جديد تشابه إصدار حقوق الأولوية للمساهمين الحاليين. يدعو العرض المساهمين إلى شراء أسهم جديدة بسعر أقل من السعر الحالي السائد في السوق؛ لكنّه، وبخلاف إصدار حقوق الأولوية، غير قابل للبيع، لذلك، إذا قرر حامل الأسهم التخلي عن حقه في الاكتتاب في الأسهم الإضافية فإنّ هذا الحق يسقط.

أسئلة نهاية الفصل

فكّر في إجابة مناسبة لكل سؤال من الأسئلة الآتية وارجع إلى القسم المناسب للتأكد من صحة جوابك

١. **قم بإعطاء توضيح موجز لأربع أدوات في سوق النقد.**
مرجع الإجابة: القسم ١-٢-١

٢. **متى تجري تسوية الصفقات الفورية في سوق العملات الأجنبية؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢

٣. **ما العامل المُستخدم لحساب سعر الصرف الآجل بين عملتين؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢

٤. **كيف يؤثر إدراج شرط بيع في سند على حامل السند والمُصدر؟**
مرجع الإجابة: القسم ٣-١

٥. **اذكر أربعة أنواع من فئات سندات الشركات.**
مرجع الإجابة: القسم ٣-٣-٢

٦. **سند حكومي سعر فائدته ٦٪، وسعره الحالي ١١٠. ما عائدُ السند الجاري؟**
مرجع الإجابة: القسم ٣-٤-١

٧. **اذكر أربعة من مساوئ الاستثمار المباشر في العقارات واثنتين من مزاياه.**
مرجع الإجابة: القسم ٤-١

٨. **ما هي صناديق ريتس؟**
مرجع الإجابة: القسم ٤-٢-١

٩. **ما الأسباب التي قد تدفع المستثمر لتفضيل سهم الأفضلية على السهم العادي؟**
مرجع الإجابة: القسم ٥-١-٣

١٠. **ما الفرق بين نظام التداول المحكوم بالتسعير ونظام التداول المحكوم بالعرض والطلب؟**
مرجع الإجابة: القسم ٥-٣-١

١١. **ما أوجه الاختلاف بين عقد الخيار والعقد المستقبلي؟**
مرجع الإجابة: القسمان ٦-١-١ و٦-٢-١

١٢. **اشترى مستثمر خيار شراء قابلاً للتنفيذ بسعر ١٠٠ ثمنه ١٠. إذا كان سعر السهم محل التعاقد ٩٨، فهل عقد الخيار في رأيك خيار خاسر أم خيار مربح أم خيار يتساوى فيه سعر التنفيذ مع سعر السوق أم خيار عند نقطة التعادل؟**
مرجع الإجابة: القسم ٦-٢-٣

١٣. **ما المقصود بنظام التسليم مقابل السداد وأين يُستخدم؟**
مرجع الإجابة: القسم ٩-٢-٢

الفصل الرابع

الاستثمارات المشتركة

١. صناديق الاستثمار ٩٩

٢. أدوات الاستثمار الأخرى ١١٣

يتضمن هذا الفصل قرابة ٧ أسئلة من أصل ١٠٠ سؤال من أسئلة الاختبار

١- صناديق الاستثمار

تتوفر للمستثمرين مجموعةٌ واسعةٌ من خيارات الاستثمار، ويمكنهم شراؤها بصورة مباشرة أو غير مباشرة.

ينطوي الاستثمار المباشر على قيام فردٍ، شخصياً، بشراء أسهم في شركة، مثل شركة آبل (Apple) أو شركة تكنولوجيا المعلومات. أما الاستثمار غير المباشر فينطوي على قيام فرد بشراء حصة، أو وحدة، في أداة استثمار جماعية، مثل صندوق مشترك يستثمر في مجموعة متنوعة من الشركات، بما في ذلك شركة آبل.

يتطلّب تكوين محفظة استثمارية متنوعة من خلال الاستثمارات المباشرة قدراً كبيراً من المال، الأمر الذي يجعل الاستثمار غير المباشر خياراً جاذباً لكثير من المستثمرين.

هنالك طيف واسع من الصناديق التي تجمع الموارِدَ من عددٍ كبيرٍ مِن المستثمرين لتوفير الوصول إلى مجموعة متنوّعة وواسعة من الاستثمارات التي لن يكون من الممكن الاستثمار فيها مباشرةً- إمّا بسبب الاستثمارات المكوِّنة للمحفظة أو القيمة النقدية اللازمة لحيازة محفظة من الاستثمارات المباشرة. وتُعرف هذه الأموال المُجمَّعة ببرامج الاستثمار المشترك (Collective Investment Schemes CISs)، أو صناديق الاستثمار، أو أدوات الاستثمار المشترك، حيث تدار من قبل شركات إدارة الأصول، بدلاً من مدراء استثمارات العميل الخاص الذين يديرون المحافظ الخاصة للعملاء الأفراد. ويُعَدّ مصطلح "برنامج الاستثمار المشترك" مصطلحاً معروفاً على المستوى الدولي، لكنّ برامج الاستثمار المشترك تُعرف أيضاً بأسماء أخرى في دول العالم المختلفة.

- في الولايات المتحدة، يُستخدم مُصطلح صناديق الاستثمار المشترك.
- في قارّة أوروبا، تُعرَف صناديق الاستثمار المفتوحة (OEIC) باسم شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (صناديق سيكاف)، لكن هناك مجموعة مُتنوّعة من الهياكل الأخرى قيد الاستخدام، وبعضها ليس صندوقاً ولا شركة، بل يعتمد بصورة بحتة على الترتيبات التعاقدية.
- في المملكة المتحدة، تأخذ برامج الاستثمار المشترك الصيغة القانونية **لصناديق الوحدات المفتوحة** أو **شركات الاستثمار المفتوحة (OEIC)**. وتُقامُ أيضاً بعض البرامج التي لا تلتزم باللوائح القانونية التنظيمية على هيئة شراكات محدودة.
- فضلاً عن ذلك، في إطار مصطلح صناديق الاستثمار، ثمة نوع آخر من الأدوات الاستثمارية الموحَّدة يطلق عليها اسم **صناديق الاستثمارات المغلقة** أو شركات الاستثمار. لكن تنشأ هذه في هيكل شركة، مدرجة في البورصة، ويتم تداولها على غرار الأسهم الأخرى. وهي مشابهة جداً لصناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة من حيث الاستثمار في مجموعة واسعة من الشركات المختلفة لكنّها مغلقة.

يُصادِف المُستثمر على الأرجح مجموعةً كبيرةً من الأنواع المختلفة لصناديق الاستثمار، إذ تأسَّس العديد منها الآن في دولة ما ثم جرى تسويقها دولياً. وغالباً ما تُوصَف صناديق الاستثمار التي تؤسَّس في أوروبا وتُسوّق دولياً بأنّها من الصناديق الملتزمة بأحكام التوجيه المتعلّق بصناديق تعهّدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل (UCITS)، ما يعني أنها تلتزم بقوانين الاتحاد الأوروبي؛ حيث ينظر المستثمرون إلى تصنيف صناديق تعهّدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل بوصفه مقياساً للجودة يجعلُها أيضاً قابلةً للبيع في العديد من الدول في الشرق الأوسط وآسيا.

تُعَدّ لوكسمبورغ المركز الرئيس لإنشاء صناديق الاستثمار بهدف تسويقها في أوروبا في المقام الأول، حيث تُبنى صناديق الاستثمار في كثير من الأحيان بوصفها شركات استثمار ذات رأسمال وسندات مالية متغيرة (صناديق سيكاف SICAVs). ومن المراكز الأخرى المشهورة في إنشاء صناديق الاستثمار التي تُسوَّقُ عالمياً، المملكة المتحدة وأيرلندا وجيرسي، حيث تكون البنية القانونية للصناديق إمّا في صيغة شركة استثمار مفتوحة أو صندوق وحدات مفتوح على الأرجح.

١-١ مزايا الاستثمار المشترك

هدف التعلّم

١-١-٤ معرفة مزايا الاستثمار المشترك

تجمِّعُ برامج الاستثمار المشترك الموارد من عددٍ كبيرٍ من المستثمرين في صندوق واحد، وذلك بهدف تحقيق هدفٍ استثماريٍّ مُشترك. ينطوي تجميع الأموال هذا على عدد من الفوائد، منها:

- **وفورات الحجم**
- **التنويع الاستثماري**
- الوصول إلى **إدارة محترفة للاستثمارات**
- الوصول إلى **الأسواق في مناطق مختلفة** أو **فئات الأصول** أو **إستراتيجيّات الاستثمار** التي لا يمكن للمُستثمر الفرد الوصول إليها بالطرق الأخرى
- في كثير من الحالات، الاستفادة من مزايا **الرقابة التنظيمية**
- في بعضِ الحالات، **تأجيل دفع الضرائب**
- السيولة - القدرة على الاشتراك في الصندوق أو تركه بسهولة نسبية.

يمكن لقيمة الأسهم وأغلب الاستثمارات الأخرى أن تنخفض وترتفع على حدّ سواء. وقد ينخفض بعضُها على نحوٍ خطير، كما حدث خلال هجمة وباء كوفيد-١٩ حين واجهت شركات النفط والغاز تدهوراً ملحوظاً بسبب الحجر الصحي وانخفاض الطلب على الوقود، في الوقت الذي ارتفعت فيه أسهم التكنولوجيا مع عمل مزيدٍ من الأشخاص من المنزل واعتمادهم على الخدمات والمنتجات الرقمية. لكن عندما يمتلك المستثمر مجموعةً منوَّعة من الاستثمارات وفئات الأصول المختلفة (أي المنتشرة عبر أنواع مختلفة من الأصول، والقطاعات/الصناعات والمناطق الجغرافية، من بين اعتبارات أخرى)، فإنَّه بذلك يخفِّف تعرُّضَه لمخاطر فشل أيِّ واحدٍ منها إلى حدٍّ ما. فعادة في المحفظة المكونة من استثمارات مباشرة، يمكن أن يتراوح متوسط أوزان الاستثمارات بين ٣ و٥٪. أما في حالة الصندوق، حيث يكون متوسط وزن كل مكوِّن من مكونات الصندوق أصغر من ذلك بكثير، كأن يكون ١,٥٪ مثلاً. وبالتالي، لو احتفظ كلا المستثمرين بشركة منهارة، لتعرضت محفظة الاستثمار المباشر لخسائر أكبر بكثير. وبعبارةٍ أخرى، يمكن للمستثمر الحدّ من المخاطر بواسطة تنويع محفظته الاستثمارية. لكنّ ذلك يعني طبعاً أن قدرة هذا المستثمر على تحقيق أداء فذٍّ يفوق التوقعات، تتضاءل أيضاً.

غير أن للتنويع حدودَه في الحدّ من المخاطِر. فالارتباط بين فئات الأصول يميل إلى الازدياد في الأوقات التي تشهد فيها الأسواق تقلبات وتذبذباً. على سبيل المثال، في العام ٢٠٢٢، انهارت السندات والأسهم على حد سواء وفي آن واحد خلال فترة من التضخم المرتفع ومعدلات الفوائد المتزايدة التي سببت، من بين عوامل أخرى، أزمةً في كلفة المعيشة. ولمراقبة ذلك عبر الزمن، من المهم النظر إلى نسبة تراجع صندوق معين لتحديد مدى نجاح مدير الصندوق في أوقات انهيارات الأسواق.

يحتاج المستثمر إلى مبلغٍ كبيرٍ من المال لكي يتمكن من إنشاء محفظةٍ متنوعةٍ من الاستثمارات إذا أراد الاستثمار بصورةٍ مباشرة. فمثلاً، إذا كان لدى المستثمر مبلغ ٣٠٠٠ دولار أمريكي فقط وأراد استثماره في شراء أسهم ٣٠ شركةٍ مختلفةٍ، فسوف يستثمر مبلغ ١٠٠ دولار أمريكي في كل شركة. وهذا من شأنه أن يؤدي إلى إنفاق نسبةٍ كبيرةٍ من مبلغ ٣٠٠٠ دولار أمريكي على العمولات، حيث سيدفع عمولة لا تقلّ عن ١٠ دولارات مثلاً لكل عملية شراء. بدلاً من ذلك، يمكن للمستثمر استثمار مبلغ ٣٠٠٠ دولار أمريكي كاملاً في صندوق يستثمر في مجموعة مكونة من ٨٠ استثماراً مختلفاً على سبيل المثال مع دفع عمولة صغيرة جداً لأن الصندوق يقوم بتجميع أموال المستثمر مع أموال الكثير من المستثمرين الآخرين. بيد أن الصندوق سيفرض رسوماً لإدارة صندوق الاستثمار.

ويمكن للصندوق أيضاً أن يستثمر في أسهم شركات من قطاعات و /أو مناطق جغرافية كثيرة مختلفة؛ وهذا يُحقّق له تنويع الاستثمار من ناحية القطاع (الأمر الذي يُقلّل من مخاطر الاستثمار في عددٍ من الأسهم التي يرتبط أداؤها ببعضها البعض ارتباطاً وثيقاً).

كما يمكنه بدلاً من ذلك الاستثمار في مجموعةٍ متنوعة من السندات ، إذ يمكن تحقيق التنويع بالاستثمار في سنداتٍ ذات تصنيفاتٍ ائتمانية واستحقاقات وآماد مختلفة، على سبيل المثال. تضعُ بعض صناديق الاستثمار المشترك كميّاتٍ محدودة من استثماراتها في صورة ودائع مصرفية وحتى في صناديق استثمار أُخرى. واليوم، يقدّم عديدٌ من الصناديق فرصة للمستثمرين كي يستثمروا في صناديق تتكوّن محافظها من فئات متعددة من الأصول أو فئات أخرى/بديلة مثل العقارات والسلع والملكية الخاصة. وتتوفر أيضاً صناديق خاصة بالقطاعات، كتلك التي تركّز على البنية التحتية والتكنولوجيا والرعاية الصحية دون غيرها.

يتمثّل الدافع الرئيس الآخر للاستثمار المشترك في توفر إمكانية الوصول إلى مهارات الاستثمار لمدير الصندوق. يُتابع مدراء الصناديق الفاعلون (أي أولئك الذين يتّخذون قراراتٍ فاعلة بشأن الأوراق المالية أو الأصول التي يستثمرون فيها، وهو ما يمكن أن يختلف اختلافاً ملحوظاً عن المؤشّر المعياري) الأسواق التي يستثمرون فيها عن كثبٍ ويتأمّلون بعنايةٍ قبل عمليّة الشراء وما إذا كانوا سيحتفظون بالاستثمارات التي يختارونها أم سيبيعونها. بالنسبة لأولئك المستثمرين الذين لا يملكون المهارات الكافية أو الوقت اللازم أو الرغبة في القيام بذلك على نحو فاعلٍ بأنفسهم، تمثّل الصناديق حلاً مقبولاً ومناسباً. بيد أنّ مهارات مدراء الصناديق تختلف من مدير لآخر، ويجب على المستشار المالي أن يكون قادراً على تقييم مدى نجاح أداء مدير الصندوق أو ضعف أدائه.

وإلى جانب إمكانية الاستفادة من خبرة مدير الصندوق، لا سيما بالنسبة للمستثمرين الأفراد، تتيح الصناديق للمستثمرين الوصول إلى الأوراق المالية والإستراتيجيات التي لا تتوفر عادةً للمستثمر الفرد مباشرة، مثل الاستثمار بإستراتيجيات العائد المطلق وصناديق التحوط وصناديق الملكية الخاصة.

في حين توفّر الصناديق النشطة إمكانية الوصول إلى الخبرة التي يتمتّع بها مديرو الصناديق، فإن غاية الصناديق السلبية (التي تتّخذ في كثير من الأحيان شكل الصناديق المرتبطة بالمؤشرات المتداولة في البورصة) هي محاكاة أداء مؤشرات سوقية محددة، من خلال الاستثمار في المكونات أو عينة من المكونات في **المؤشر** المختار. أما بالنسبة إلى المستثمرين الذين يسعون إلى التعرض الواسع للأسواق بطريقة شفافة وفعالة من حيث التكلفة ، فتقدّم الصناديق السلبية خيارًا لافتاً: فهي توفر الوصول إلى محفظة منوّعة من الأصول، في حين تفرض عادةً رسومًا أقل مقارنة بالصناديق المدارة بنشاط. ومع ذلك، تتعرض الصناديق السلبية بطبيعتها لمخاطر السوق: فحين تشهد السوق الإجمالية انحدارًا، تتبع الصناديق السلبية الأسواق في انحدارها، مما قد يفضي إلى خسائر للمستثمرين.

لا يتولّى مدراء الصناديق إدارة المحافِظ الاستثمارية بدونِ مُقابل، بل يفرضون رسوماً على المُستثمرين عند الاشتراك في الصندوق المشترك (رسوم اشتراك أو رسوماً أولية)، ورسوماً عند الانسحاب من الصندوق (رسوم الخروج) ورسوم إدارة سنويّة، من بين تكاليف أخرى. حيث يحتاج مدراء الصناديق إلى هذه الرسوم لتغطية رواتبهم وتكاليف وسائل التكنولوجيا المُستخدمة وعمليات البحث ورسوم التعامل والتسوية وإدارة المخاطر التي يستخدمونها بالإضافة إلى توفير الأرباح. وفي بعض البلدان، تغطي الرسوم أيضاً تكلفة العمولة المدفوعة للمستشارين الذين يقدمون توصياتٍ للاستثمار في الصندوق.

ويمكن عادةً بيع أسهم صندوق الاستثمار المشترك من دون أن يؤثّر ذلك على قيمتها. وفي حالة احتمال وجود أثر سلبي على سعر الوحدة، يمكن عندها لمدراء الصناديق تأجيل عمليات البيع. وفي أوقات الأزمات، يشار إلى هذا على أن الصندوق "موصَد" [بالإنجليزية: gated]. ويعني ذلك أن الصندوق مغلق في وجه أي عمليات بيع/استحقاق جديدة حتى يتمكن مدير الصندوق من جمع الأموال الكافية ليدفع لأولئك الذين يرغبون في بيع وحداتهم من دون الإضرار بالمستثمرين الآخرين في الصندوق. ومن المهم الانتباه لأي رسوم مرتبطة بعملية البيع، بما في ذلك رسوم الخروج (أي نسبة من القيمة المباعة). وعلى خلاف الأسهم وصناديق المؤشرات المتداولة في البورصة (Exchange-Traded Funds ETFs)، التي يتم تداولها في أي وقت ضمن ساعات عمل السوق، تحدث معاملات صناديق الاستثمار المشتركة مرة واحدة كل اليوم، وذلك بعد احتساب القيمة الصافية للأصول، وقد يتم ذلك في أوقات مختلفة من اليوم.

٢-١ صناديق الاستثمار

هدف التعلّم

٢-١-٤ معرفة خصائص أنواع منتجات الاستثمار: صناديق الاستثمار المرخَّصة وغير المُرخّصة؛ الصناديق المفتوحة؛ شركات الاستثمار المغلقة؛ صناديق تعهُّدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل (UCITS)

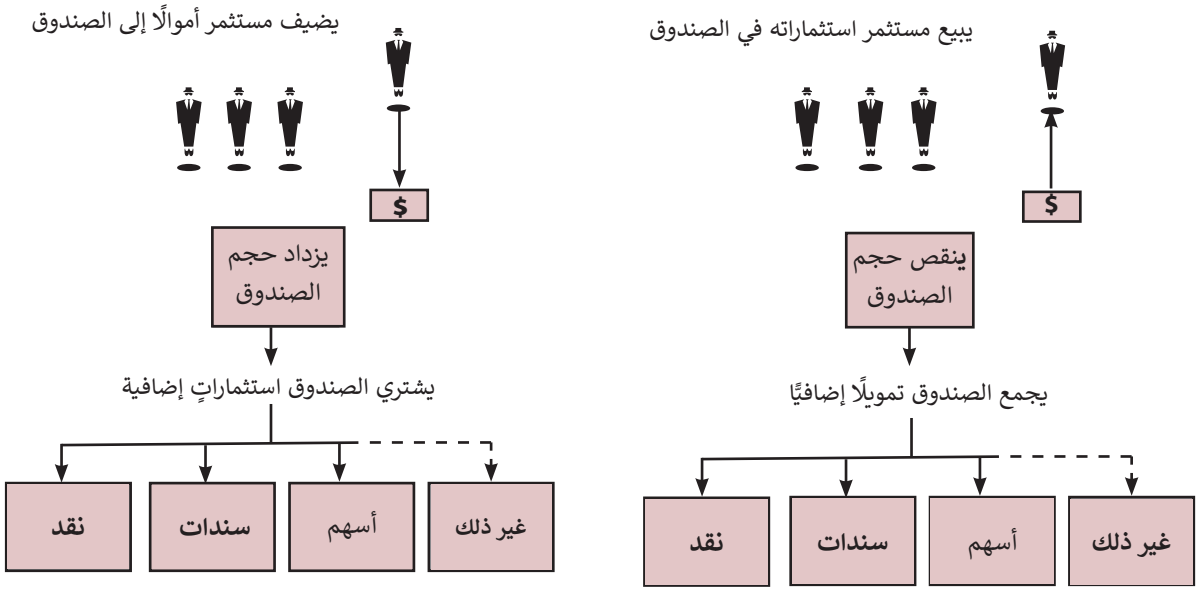
في غالبية الأسواق، يجري ترخيص بعض برامج الاستثمار الجماعي (المشترك)، في حين يكون بعضها الآخر عبارة عن صناديق غير مرخصة أو غير خاضعة للتنظيم. وعادةً، من أجل بيع صندوق للمستثمرين، يتعين على مجموعة هذا الصندوق أن تحصلَ على **ترخيص** من الجهة التنظيمية في ذلك البلد. وسوف يتوقف نهج الجهة التنظيمية عندئذٍ على ما إذا كان سيتم توزيع الصندوق على المستثمرين الأفراد أو المستثمرين المحترفين فحسب (يُنظر الفصل ٧، القسم ١-١ لمزيد من التفاصيل حول كيفية تصنيف العملاء).

إذا أرادت المجموعة بيع الصندوق للمستثمرين الأفراد، فإنّ الجهة التنظيمية لن ترخِّص سوى تلك البرامج المنوَّعة التي تستثمر في مجموعة واسعة من الأصول المسموح بها، وذلك على نحو كافٍ. يجوز تداول برامج الاستثمار الجماعي (المشترك) المرخَّص لها بهذه الطريقة بحريةٍ بين المستثمرين الأفراد.

أما برامج الاستثمار المشترك التي لم يصدر بها ترخيص أو اعتماد من قبل الهيئة التنظيمية فلا يمكن تداولها بين عامة المستثمرين، علماً أنّ هذه الأدوات الاستثمارية غير المرخَّصة قانونيّةٌ تماماً لكنّ تداولها ينبغي أن يتمّ وفقاً لقواعدَ معيّنة، وفي كثير من الحالات لا يمكن تداولها سوى بين أنواع معينة من المستثمرين، مثل المؤسّسات الاستثمارية.

٢-١-١ الصناديق المفتوحة

الصندوق المفتوح، من قبيل الصندوق المشترك، هو الصندوق الذي يمكنه إنشاء وحدات أو أسهم جديدة لتلبية طلب المستثمرين وإلغاء الأسهم أو الوحدات عندما يبيع المستثمرون. وبالتالي، يمكن أن تتوسع قاعدة رأس مالهم أو تتقلص. ولهذا السبب سُمي "مفتوحًا"، كما يظهر في الشكل البياني أدناه الذي ينبغي قراءته من اليسار إلى اليمين:



صناديق الوحدات وشركات الاستثمار المفتوحة هي أنواع من الصناديق المفتوحة، وكذلك الصناديق المشتركة وصناديق الاستِثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل.

تتمتّع صناديق الاستثمار المفتوحة بمرونة تتيح لها أن تصدر الأسهم وتستردّها في أيّ وقتٍ. ولكُلِّ مستثمر حصةٌ من المحفظة المُدارة تتناسب مع حجم استثماراته في الصندوق، وبالتالي له نصيب من أي نموٍ يحقِّقه الصندوق. تتناسب قيمة كل سهمٍ مع القيمة الإجمالية للمحفظة الاستثمارية المدارة، التي تعرف باسم صافي قيمة الأصول (NAV).

صافي قيمة الأصول (NAV)

يجمع صندوقُ الاستثمار اشتراكات المستثمرين في محفظةٍ استثمارية ثم يديرها وفقًا لشروط تفويضه الاستثماري. يشير صافي قيمة الأصول، في سياق الحديث عن صناديق الاستثمار، إلى قيمة محفظة الاستثمارات المكوِّنة للصندوق، مضافًا إليها النقد الذي يمتلكه الصندوق، ومطروحًا منها التزاماته مثل النفقات والرسوم السارية. ومن ثَم فإنَّ صافي قيمة الأصول يمثِّل القيمة السوقية التقريبية الكلية التقريبية للصندوق، ويُحسب صافي قيمة الأصول لكلِّ سهم أو لكلِّ وحدة بقسمة تلك القيمة الكلية على عدد الأسهم أو الوحدات في الإصدار

ولتوضيح ذلك على نحوٍ أوفى: إذا رغب المستثمرون في الاستثمار في صندوق مَفتوح، فإنهم سواء شخصيًّا (أو عن طريق مستشار مالي/مدير ثروات يتصرف بالنيابة عن المستثمر) يتعاملون مع الصندوق بصورةٍ مباشرة، ويقدّمون الأموال التي يرغبون في استثمارها. يمكن لمدير الصندوق أن يُنشئ أسهماً أو وحداتٍ جديدةٍ استجابةً لهذا الطلب على الأسهم، فيصدر أسهماً أو وحدات جديدة للمستثمر بسعرٍ يحدِّده صافي قيمة الأصول. وإذا قرّر المستثمرون البيع، فإنهم يتعاملون مرة أخرى مع مدير الصندوق مباشرة والذي يستردّ الأسهم أو الوحدات ويدفع للمستثمر قيمة الأسهم التي اشتراها، وذلك على أساس صافي قيمة الأصول أيضاً.

الخصائص الرئيسة

- عادةً ما تُديرُ محافظَ الاستثمار الخاصة بالصناديق المفتوحة كياناتٌ منفصلة تُعرف باسم مديري الصناديق الذين يُسَجَّلون لدى الهيئة التنظيمية المالية ذات الصلة (على سبيل المثال، هيئة مراقبة السلوك المالي (FCA) في المملكة المتحدة، وهيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) في الولايات المتحدة).
- لكونها مفتوحةً، يمكن لمديري الصناديق إنشاء وبيع أسهم/وحدات جديدة لاستيعاب المستثمرين الجدد.
- يشتري المستثمرون أسهم الصناديق المفتوحة مباشرة من مدير الصندوق (بدلاً من شرائها من مستثمرين آخرين في سوق ثانوية) من خلال موزع وقَّعَ اتفاقية توزيع مع شركة إدارة الصندوق، مثل البنك أو من خلال منصة.
- يعتمد السعر الذي يدفعه المستثمرون مقابل أسهم/وحدات الصناديق المفتوحة على القيمة الصافية للأصول (أي قيمة محفظة الاستثمار الأساسية) بالإضافة إلى أي رسوم يفرضها الصندوق.

الرسوم والنفقات

لتغطية تكاليف إدارة تشغيل الصندوق وتدبيره، تفرض صناديق الوحدات رسومًا مختلفة على المستثمرين. قد تتضمن هذه الرسوم ما يلي:

- **الرسوم الأولية (تُعرف أيضًا برسوم الشراء الأولية أو الرسوم التمهيدية):** تُفرض عند شراء الصندوق بالقيمة الصافية للأصول، معبرًا عنها كنسبة مئوية من المبلغ المستثمر. تُدفع هذه الرسوم عادةً إلى موزع الصندوق (على سبيل المثال، البنك)، وليس إلى شركة إدارة الصندوق.
- **رسوم الخروج (المعروفة أيضًا برسوم البيع اللاحقة، أو رسوم البيع المؤجلة، أو رسوم الاسترداد):** قد يتكبّدها المستثمرون حين يبيعون وحداتهم مرة أخرى إلى الصندوق.
- **رسوم الإدارة السنوية (AMC):** تُفرض على القيمة المتراكمة للصندوق، معبرًا عنها عادةً كنسبة مئوية من الأموال الخاضعة للإدارة وتُخصَم بشكل دوري من الصندوق. تهدف رسوم الإدارة السنوية إلى تغطية نفقات تشغيل الصندوق.
- **نسبة الرسوم الجارية (OCF):** يُطلق عليها أيضًا الرسوم الجارية (OGC): تغطي التكاليف والنفقات المتعلقة بتشغيل الصندوق، مثل عمولات التداول ورسوم التدقيق ورسوم الوصاية. وعادةً ما يُعبَّر عنها كنسبة مئوية من الأموال الخاضعة للإدارة. وهناك طريقة أخرى يمكن من خلالها الكشف عن هذه التكاليف للمستثمرين من خلال نسبة النفقات الإجمالية (TER)؛ والفرق الرئيس بين OCF وTER هو أن الأول يستبعد أي رسوم أداء دُفِعَتْ خلال العام الماضي في حين يشملها TER. وبالتالي، فإن OCF يعطي المقياس الأكثر دقة للمبلغ الذي سيدفعه المستثمرون للاستثمار في الصندوق.

- **الرسوم المرتبطة بالأداء**: مكافأة مدير الصندوق على العائدات الإيجابية أو العائدات فوق مستوى معين. والمنطق هنا هو أن يتماشى هذا بشكل أفضل مع مصالح مديري الصناديق وعملائهم (أي المستثمرين).
- **النفقات الأخرى**: قد تتضمن الصناديق أيضًا رسومًا ونفقات إضافية غير مغطاة برسوم الإدارة أو نفقات التسويق والتوزيع. وقد تتضمن هذه: نفقات الوصاية، النفقات القانونية، نفقات المحاسبة، نفقات وكيل النقل، وأي نفقات إدارية أخرى. كما قد تتضمن تكاليف التداول، وهوامش الشراء والبيع، وتكاليف الانزلاق، وتكاليف الأبحاث.

بشكل عام، تختلف الرسوم من صندوق إلى آخر، ولكن يجب توضيح هيكل الرسوم أو بنيتها بشكل واضح في نشرة الصندوق.

فئات الأسهم/الوحدات

يقدّم عديد من الصناديق المفتوحة فئات متعددة من الأسهم/الوحدات التي غالبًا ما يشار إليها بأحرف أو أرقام، لتلبية الاحتياجات المتنوعة للمستثمرين المختلفين. ويمكن أن يكون لهذه الفئات مستويات استثمار أولية مختلفة وهياكل رسوم مختلفة، لاستيعاب تفضيلات المستثمرين المؤسسيين أو الأفراد.

لاحظ أن تخصيص الحروف أو الأرقام يمكن أن يختلف من مدير صندوق إلى آخر.

التوزيعات من الصناديق المفتوحة

بشكل عام، يمكن إنشاء الصناديق المفتوحة على هيئة أي من الفئات التالية، أو غالبًا ما يكون لها فئتان من الأسهم/الوحدات:

- **الدخل (أو Inc)** - حيث يتم دفع كل الدخل الناتج عن الاستثمارات الأساسية إلى المساهم/حامل الوحدة على أساس منتظم.
- **التراكم (أو Acc)** - حيث يتم إعادة استثمار الدخل بدلاً من ذلك ضمن الصندوق.

١-٢-٢ الصناديق المفتوحة في الولايات المتّحدة

تُعَدّ صناديق الاستثمار المشتركة من أكثر أنواع الصناديق الاستثمارية انتشاراً في الولايات المتحدة الأمريكية. وتُعرَفُ من الناحية القانونية باسم "الشركات المفتوحة" بموجب قوانين الأوراق الماليّة الفدراليّة. تُعَدّ صناديق الاستثمار المشتركة واحدة من ثلاثة أنواع رئيسة من صناديق الاستثمار في الولايات المتحدة، وسنتطرّق إلى النوعين الآخرين في سياق حديثنا عن الصناديق المُغلقة (يُنظر القسم ١-٢-٤).

تُصنَّف معظم صناديق الاستثمار المشتركة ضمن واحدة من ثلاث فئات رئيسة:

- صناديق أسواق النقد.
- صناديق السندات، التي تسمى أيضاً صناديق "الدخل الثابت".
- صناديق الأسهم، التي تسمى أيضاً بصناديق "حقوق الملكية".

١-٢-٣ صناديق الاستثمار الأوروبية المفتوحة

في أوروبا، ثمة أربعة أنواع رئيسة من صناديق الاستثمار المفتوحة تظهر بشكل شائع - صناديق سيكاف SICAVs وصناديق الاستثمار المشتركة (FCPs) وصناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة وشركات الاستثمار المَفتوحة (OEICs). ويتَّخذ كثيرٌ من صناديق الاستثمار الأوروبية هيكل صناديق تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل (UCITS)، وسنبدأ هذا القسم بالحديث عن هذا النوع من الصناديق.

صناديق تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل (UCITS)

كلمة UCITS بالإنجليزية اختصارٌ لعبارة تعني "**التوجيه المتعلّق بتعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل**"، وهو مصطلحٌ يشير إلى سلسلة من اللوائح الصادرة عن الاتحاد الأوروبي التي صُمِّمت في الأصل لتسهيل التسويق للصناديق بين المستثمرين الأفراد عبر أنحاء المنطقة الاقتصادية الأوروبية (EEA). ومن ثَم فإنَّ كلَّ صندوق مصمَّم وفق هذا الهيكل يستوفي الشروط المنصوص عليها في هذه التوجيهات، بغض النظر عن دولة الاتحاد الأوروبي التي أُسِّس فيها.

صدرت هذه السلسلة من التوجيهات بهدف وضع إطار لمبيعات صناديق الاستثمار عبر الحدود في جميع أنحاء الاتحاد الأوروبي. وبفضلها تتوفر إمكانية بيع أي صندوق استثمار في جميع أنحاء الاتحاد الأوروبي، شريطة أن يستوفيَ الشروطَ المنصوص عليها في اللوائح المطبَّقة في بلده الأم.

منذ صدور التوجيه الأول في عام ١٩٨٥، أعقبته توجيهات أخرى وسَّعت نطاق الأصول التي يجوز للصناديق أن تستثمر فيها، ومن أبرزها السماح للمديرين باستخدام المشتقات بحرّية أكبر. وقد أدت التحديثات اللاحقة أيضًا إلى تطبيق لوائح أكثر صرامة بشأن إدارة المخاطر وإدارة السيولة والإشراف ضمن إطار الاستثمار.

على الرغم من أن اللوائح المتعلّقة بصناديق تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل لا تُطبَّق مباشرةً خارج الاتحاد الأوروبي، إلا أن دولًا أخرى مثل سويسرا وهونغ كونغ تعترف بهذه الصناديق عندما يتقدَّم صندوقٌ بطلب تسجيل للبيع ضمن أراضيها.

شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (صناديق سيكاف SICAVs) وصناديق الاستثمار المشتركة (FCPs)

كما ذُكر في القسم ١، تُعدُّ مدينة لوكسمبورغ المركز الرئيس لصناديق الاستثمار التي يتم توزيعها على المستثمرين عبر القارة الأوروبية وعلى المستوى العالمي. تُدير مجموعات الصناديق الأمريكية الرئيسة جنباً إلى جنب مع نظيراتها الأوروبية مجموعات ضخمة من صناديق الاستثمار من لوكسمبورغ، ثمّ تُوزّع هذه الصناديق وتُباع ليس في أنحاء أوروبا وحدها بل وفي الشرق الأوسط وآسيا أيضاً.

النوع الرئيس من الصناديق المفتوحة التي نصادفها هو شركة استثمار برأس مال متغير (SICAV)؛ أو بعبارة أخرى، هو المكافئ الأوروبي لشركة الاستثمار المفتوحة في المملكة المتحدة (OEIC). تُترجم SICAV مباشرة إلى "**شركة استثمار برأس مال متغير (ICVC)**"، وهو اسم آخر لشركة استثمار مفتوحة (OEIC). نشرح أدناه شركات الاستثمار المفتوحة (OEIC).

ومن بين الأدوات الشائعة الأخرى في أوروبا القارية صناديق الاستثمار المشتركة (FCP). مثل صناديق الوحدات المفتوحة، لا تتمتع صناديق الاستثمار المشتركة بشخصية قانونية، وبدلاً من ذلك، يستند هيكلها إلى عقد بين مدير البرنامج والمستثمرين والذي ينص على إدارة الأموال على أساس تجميعي. ولأن صناديق الاستثمار المشتركة لا تتمتع بشخصية قانونية، فلابد أن تديرها شركة إدارة، ولكن بخلاف ذلك فإن الإدارة تشبه إلى حد بعيد الإدارة الموصوفة أعلاه لصناديق (سيكاف).

جملة القول، تمثّل صناديق سيكاف وصناديق الاستثمار المشتركة صناديق أوروبية مفتوحة، تشترك في أوجه تشابه، لكن الاختلاف الرئيس بينها هو أن صناديق سيكاف كيانات مؤسسية ذات رأس مال متغير (مثل OEIC)، في حين أن صناديق الاستثمار المشتركة هي صناديق تعاقدية بدون شخصية قانونية (مثل صندوق الوحدات المفتوحة).

صناديق الوحدات المفتوحة (Unit Trusts)

يُعَدّ **صندوق الوحدات المفتوح** صندوق استثمار أنشئ على صورة أمانة أو صندوق (تراست)، بحيث يكون أمين الصندوق المالِك القانوني للأصول المكوِّنة للمحفظة بينما يمتلك مالكو الوحدات حق الانتفاع منها. وتتوفر عادةً هذه الصناديق في البلدان التي تعمل بنظام قانوني مماثل للمملكة المتحدة.

ويمكن لصناديق الوحدات هذه، على غرار الأنواعِ الأخرى من صناديقِ الاستِثمار المَفتوحة، أن تنمو ويزداد حجمها بزيادة عدد المُستثمرين الذين يشترون أسهم المحفظة المدارة وقد تنكمش ويتقلص حجمها عندما يزداد عدد المُستثمِرين الذين يبيعون وحداتهم مرَّة أُخرى إلى الصندوق حيث تلغى هذه الوحدات أو يعاد إصدارها لمُستثمرين جُدد. وكما هي الحال في صناديق سيكاف، يتعامل المُستثمرون في صناديق الوحدات المقتوحة مُباشرةً مع إدارة الصّندوق عندما يرغبون في البيع والشراء.

تتمثّل الاختلافات الرئيسة بين صناديق الوحدات المفتوحة والصناديق المَفتوحة التي تناولناها بالدراسة قبل قليل في الأطراف المَعنيّة بصناديق الوحدات وطريقة تسعيرها.

الأطراف الرئيسة المعنيّة في صندوق الوحدات المفتوح (unit trust)	
مدير صندوق الوحدات	• يبرز دور مدير **صندوق** الوحدات في اتّخاذ القرارات المتعلقة بنوع الاستثمارات التي يتضمنها الصندوق، وذلك في إطار القواعد الخاصة بالصندوق واللوائح التنظيمية المختلفة. • يتضمّن هذا الدور اتخاذ القرارات المتعلقة بأنواع الاستثمارات التي سيقوم الصُندوق بشرائها وتوقيت عملية الشراء إلى جانب الاستثمارات التي يجب على الصندوق بيعها وتوقيت عملية البيع. وقد يستعينُ مُدير ال**صندوق** بمديرِ استِثمارٍ مُستقلٍ يتولى صُنع هذه القَرارات في بعضِ الحالات. • ويوفر مدير الصندوق أيضاً سوقاً لتداول الوحدات عبر التعامل مع المستثمرين الراغبين في شراء الوحدات أو بيعها، كما يتولّى مهمة التسعير اليومي للوحدات على أساس صافي قِيمة الأُصُول لمُكوّنات المحفظة المدارة.
أمين الصندوق	• ينبغي على كلّ صندوق من **صناديق** الوحدات المفتوحة تعيين أمين للصندوق، وأمناء الصناديق مُنظَّماتٌ يستطيع أصحابُ الوحدات ائتمانها على أصولهم، وعادة ما تكونُ هذه المنظمات مصارف كبيرة أو شركات تأمين. • يعد أمين الصندوق المالك القانوني للأصول في محفظة الصندوق، حيث يحتفظ بالأصول لصالح أصحاب الوحدات المكوّنة له. • كما يتولّى أمين الصندوق حماية مصالح المستثمرين، وذلك عبر مراقبة أنشطة مدير الصندوق من بين أمورٍ أخرى كثيرة. • عندما يتمّ إنشاء وحدات جديدة لصناديق الوحدات المفتوحة، فإن إنشاء هذه الوحدات يتمّ من قبل أمين الصندوق.

تماماً كما هو الحال مع صناديق الاستثمار الأخرى، يستنِد السعر الذي يدفعه المستثمر لشراء حصص (وحدات) في صناديق الوحدات أو الذي يتلقّاه عند بيعها، على صافي قيمة أصول المحفظة المكوّنة للصندوق (Net Asset Value NAV).

تتمتع صناديق الوحدات المفتوحة بسعر بيع وسعر شراء؛ وبالتالي، تُوصف بأنها ذات سعر مزدوج.

تُضمَّن الرسوم الأولية لشراء الصندوق في سعر البيع المحدد.

شركات الاستثمار المفتوحة (OEICs)

تعدّ الشركة الاستثمارية المفتوحة شكلاً آخر من أشكال صنادِيق الاستِثمَار المَوجُودة في أوروبا، وتمثِّل نوعاً من **شركات الاستثمار ذات رأس المال المُتغيّر (Investment Company with Variable Capital ICVC)** التي لها هيكل شركة يمتلك المستثمرون أسهمها. في أيرلندا، تُعرف باسم الشركات ذات رأس المال المتغير (VCC). تتمتع شركات الاستثمار المفتوحة بهياكل صناديق سيكاف، وكما هو الحال مع الأنواع الأخرى من الصناديق المفتوحة، يتعامل المستثمرون مباشرة مع الصندوق حين يرغبون في الشراء والبيع.

تبرز الخصائص الرئيسة لشركات الاستثمار المفتوحة (OEIC) في الأطراف المعنية بالصندوق وآليات التسعير.

الأطراف المعنية بشركات الاستثمار المفتوحة	• عند تأسيس شرِكات الاستِثمار المَفتُوحة، ينبغي على الشركة تعيين **مُدير الشرِكة المُفوّض (ACD) وشركة إيداع.** • يكون مدير الشركة المفوض مسؤولاً عن: ◦ إدارة الصندوق يومياً، بما في ذلك إدارة الاستثمارات وتقييم المحفظة وتسعير الصندوق والتعامل مع المستثمرين، وقد يقوم المدير المُفوض بتنفيذ هذه الأنشطة بنفسه أو تفويضها إلى طرف ثالثٍ متخصص. ◦ حفظ سجل حملة الأسهم. • تتولى شركة الإيداع دوراً مماثلاً لدور أمين صندوق الوحدة المفتوحة. فهو المالك القانوني لاستثمارات الصندوق، وتكون شركة الاستثمار المفتوحة هي المالك المستفيد، لا المساهمين. وتكون شركة الإيداع مسؤولةً عن: ◦ تولّي استثمار الصندوق. ◦ إدارة الاستثمارات نيابةً عن حملة الأسهم في الصندوق. ◦ الإشراف على أنشطة مدير الشركة المفوّض.
آليّات التسعير	• يتوفر لشركات الاستثمار المفتوحة خيار التسعير الأحادي (أي أن سعر شركة الاستثمار المفتوحة يستند إلى متوسط أسعار الأصول المكوِّنة للمحفظة في السوق) أو الثنائي. وتعمل معظم شركات الاستثمار المفتوحة في الواقع بنظام التسعير الأحادي. • يشير التسعير الأحادي إلى استخدام متوسط أسعار الأصول المكوِّنة للمحفظة في السوق للوصول إلى سعرٍ واحدٍ يستخدمه المستثمرون عند قيامهم بالشراء والبيع على السواء. • عندما يكون الصندوق أُحاديّ التسعير، يتم تقييم الاستثمارات المكونة لمحفظته على أساس متوسط قيمتها في السوق. • لا تُوفّر هذه الطريقة في التسعير للصندوق القدرة على تعويض نفقات التداول والعمولات ضمن السعر المعروض، وبدلاً من ذلك يتم فرض هذه الرسوم بصورةٍ منفصلة لكلّ معاملة. • من الضروري التنويه إلى أن الرسوم الأوّلية ستُفرض بصورةٍ مستقِلّة عند مقارنة التسعير الأحادي **بالتسعير الثنائي.**

عند النظر إلى الرسوم الكلية للصندوق، لا سيما لأغراض المقارنة، من المهم النظر إلى نسبة الرسوم الإجمالية الحالية (OCF)، كما هو واضح في القسم ١-٢-١ أعلاه.

هياكل أخرى لصناديق الاستثمار

الصندوق القابض (Fund of Funds)

يتكون **الصندوق القابض (FoFs)** أو صندوق الصناديق من محفظة من صناديق الاستثمار المشترك، سواء المؤسسية أو صناديق الاستثمار للأفراد، التي تسعى إلى السيطرة على ما يُعَدّ أفضل إمكانيات إدارة الاستثمار المتوفرة واستخدامها ضمن محفظة منوَّعة. ويكون للصندوق القابض (صندوق الصناديق) مدير عام واحد ويستثمر في محفظة من الصناديق الأخرى القائمة. لكن من المهم أن نعلم أنَّ الصندوق القابض يمكن أن يكون مقيَّداً أو غير مقيَّد. وتدار معظم هذه الصناديق على أساس غير مقيد، حيث تدار الصناديق المكونة للصندوق من قبل عدد من المدراء من خارج مجموعة إدارة الصناديق التي تتولى إدارة صندوق الصناديق. لكنّ بعض هذه الصناديق تدار بوصفها منتجاً مقيداً، فتكون ملزمة بالاستثمار حصراً في الصناديق التي تدار بمجموعة الإدارة التي تتولى إدارة صندوق الصناديق.

الصندوق مدير المدراء (Multi-Manager)

في المقابل، لا يستثمر **الصندوق مدير المدراء (MoMs)** في أي صناديق استثمار أخرى. وبدلاً من ذلك، يرتب الصندوق صلاحيات منفصلة لشركات إدارة الصناديق (مدراء الصناديق) ويعين مدراء الصناديق الذين يعتقد بأنهم الأفضل في القطاع الذي يعملون فيه لإدارة كل قطاع من القطاعات. ولذلك، تتمثل إحدى مزايا الصندوق مدير المدراء في إمكانية تحسين الأداء من خلال الوصول المباشر إلى مديري الصناديق من الدرجة الأولى ذوي الخبرة المتخصصة التي قد لا يكون لدى صندوق الصناديق بالضرورة القدرة على اختيارها. ومن عيوب هذا النوع من الصناديق أن المبلغ الأولي المطلوب للاشتراك في الصندوق عادة ما يكون أعلى بكثير من ذاك المطلوب للاستثمار في صندوق الصناديق أو صناديق الاستثمار المشترك الأخرى. وبالمثل، قد يستغرق الأمر وقتاً لتغيير أحد المدراء ممن لا يرتقي أداؤه إلى المستوى المطلوب، على عكس المقاربة التي يتبناها صندوق الصناديق، حيث يباع الصندوق نفسه ضمن إستراتيجية محدّدة.

١-٢-٤ شركات الاستثمار المُغلَقة (Closed-Ended Investment Companies)

تُعَدّ شركة الاستثمار المغلقة شكلاً آخر من صناديق الاستثمار.

عند تأسيس الشركة، يُطرح عددٌ معيّن من الأسهم للاكتتاب العام، ثم تُتَداول هذه الأسهم في سوق الأوراق المالية. وبالتالي يقوم المستثمرون الراغبون في شراء الأسهم بعد ذلك بشرائها في البورصة من المستثمرين الراغبين في البيع. وبذلك يتم تثبيت رأس مال الصندوق (ذلك ما لم تصدر أسهم من أجل فرص الاستثمار المستقبلية للصندوق)، ولا يمكن توسيعه أو تقليص حجمه بالطريقة التي يعمل بها الصندوق المفتوح. ولهذا السبب، يُشار إليها بأنّها صناديق مغلقة.

تنشأ شركات الاستثمار المغلقة في عديد من الدول، لا سيما في الولايات المتّحدة وأوروبا.

الخصائص الرئيسة

- تحتوي الصناديق المغلقة على عدد ثابت من الأسهم التي تُصدر عادةً خلال الطرح العام الأولي (IPO). بعد ذلك، لا يصدر الصندوق أو يسترد الأسهم عند الطلب.
- يجري إدراجها وتداولها في البورصات مثل الأسهم الفردية، مما يسمح للمستثمرين بشراء الأسهم وبيعها بأسعار السوق طوال يوم التداول.
- على عكس الصناديق المفتوحة، لا توفّر الصناديق المغلقة عادةً استرداد الأسهم بالقيمة الصافية للأصول الخاصة بالصندوق. بل يجب على المستثمرين أن يبيعوا أسهمهم في السوق الثانوية.
- قد يجري تداول سعر السوق لأسهم الصناديق المغلقة بعلاوة أو خصم على صافي قيمة الأصول الخاصة بالصندوق. وهذا يعكس معنويات السوق والطلب على أسهم الصندوق، من بين عوامل أخرى.
- تُدار الصناديق المغلقة بنشاط، مما يعني أن مديري الصناديق يتخذون القرارات بشأن استثمارات الصندوق، بما يتماشى مع أهداف الصندوق وإستراتيجية الاستثمار.
- غالبًا ما تستثمر الصناديق المغلقة في محفظة مُنوّعة من الأوراق المالية عبر فئات أصول مختلفة، وقطاعات/صناعات و/أو مناطق، اعتمادًا على إستراتيجية الاستثمار.
- قد تستخدم بعض الصناديق المغلقة الرافعة المالية (أي اقتراض الأموال للاستثمار) بهدف تعزيز العائدات. وفي حين أن هذا قد يزيد من المكاسب المحتملة للمستثمرين، فإنه قد يزيد أيضًا من الخسائر.
- قد توزع الصناديق المغلقة الدخل ومكاسب رأس المال على المساهمين بشكل دوري، عادةً في شكل أرباح.

الرسوم والنفقات

تتّسم الصناديق المغلقة عادةً برسوم أولية أقل ونفقات تشغيلية مخففة بشكل طفيف مقارنة بالصناديق المفتوحة. ونظرًا إلى أن الصناديق المغلقة تصدر عددًا ثابتًا من الأسهم في أثناء طرحها العام الأولي، فإنها لا تصدر أسهمًا جديدة بشكل متكرر، وبالتالي تتجنب الحاجة إلى الرسوم الأولية التي يمكن رؤيتها في الصناديق المفتوحة. وتكون رسوم الإدارة (أي شركات إدارة الأصول) قابلة للمقارنة عمومًا بين النوعين من الصناديق، على الرغم من أن رسوم الأداء أقل شيوعًا في الصناديق المغلقة.

صناديق الاستثمار المُغلقة في الولايات المتحدة

تتشابه الصناديق المغلقة الأمريكية مع نظيراتها في مناطق أخرى، وتسلط هذه السمات المحددة الضوء على تميزها في المشهد الاستثماري. على سبيل المثال، يجري تداول الصناديق المغلقة الأمريكية في البورصات، مما يسمح للمستثمرين بشراء وبيع الأسهم طوال يوم التداول؛ ومع ذلك، غالبًا ما تتمتع في الولايات المتحدة بسيولة أكبر مقارنة بنظيراتها الأوروبية، مع تداول المزيد من الأسهم يوميًا. علاوة على ذلك، غالبًا ما تستخدم الصناديق المغلقة الأمريكية أيضًا الرافعة المالية على نطاق أوسع مقارنة بنظيراتها الأوروبية، مما قد يعزز العائدات ولكن أيضًا يزيد من المخاطر.

صناديق الاستثمار المغلقة الأوروبية

في أوروبا، تُعرَف الصناديق المُغلَقة عادةً باسم **صناديق الاستثمارات المغلقة** (تراست)، وقد باتت تعرف مؤخراً باسم شركات الاستثمار. كانت صناديق الاستثمارات من بين أوائل صناديق الاستثمار التي تمّ إنشاؤها. وقد تأسّست أولُها للمرة الأولى في المملكة المتّحدة في ستينيات القرن التاسع عشر. وفي واقع الأمر، ما يزال أول صندوق من صناديق الاستثمارات، ويدعى صندوق الاستثمارات الأجنبية والاستعمارية (Foreign & Colonial Investment Trust)، يمارس نشاطه حتى يومنا هذا.

وبصرف النظر عن الاسم، تُعَدّ صناديق الاستثمارات المغلقة في الواقع شركة، وليست صندوق استثمار. وللصندوق بوصفه شركة، مجلس إدارة وحملة أسهم. لكنّها تشبه صناديق الوحدات المفتوحة من حيث الاستثمار في مجموعةٍ متنوعة من الاستثمارات، ما يسمح لمساهميها بالتنويع وتقليل التعرّض للمخاطر.

تصدر بعض صناديق الاستثمارات المغلقة أكثر من نوعٍ واحدٍ من الأسهم. على سبيل المثال، قد يصدر الصندوق أسهماً عادية وأسهُمَ أفضليّة (لكل منها ميزات مختلفة، مثل دفع أو عدم دفع الأرباح، مع أو بدون حماية رأس المال، والأولوية في الأصول المتبقية في حالة التصفية، وما إلى ذلك) على حدٍّ سواء. ويشار إلى مثل هذه الصناديق الاستثمارية عادةً بصناديق الاستثمارات ذات رأس المال المُجزّأ.

وعلى النقيض من صناديق الاستثمار المفتوحة، يُسمَح لشركات الاستثمار باقتراض المال على أساسٍ طويل الأجل عن طريق أخذ قروض مصرفية أو إصدار السندات أو كليهما معاً، الأمر الذي يُمكّن هذه الشركات من استثمار الأموال المقترضة في شراء المزيد من الأسهم والأوراق المالية- عملية تُعرف باسم الرفع المالي (Gearing).

ولبعض شركات الاستثمار تاريخٌ ثابت لتصفية الشركة. ففي حين أن بعض صناديق الاستثمار لديها شروط محددة مسبقًا للتصفية، فقد يكون لدى بعضها الآخر أحكام تسمح بإجراء مراجعات دورية لأداء صندوق الاستثمار وأهدافه، مما قد يؤدي إلى إثارة مناقشات حول التصفية المحتملة أو استمرار صندوق الاستثمار بعد تاريخ معين.

يتوقف سعر السهم في شركات الاستثمار المغلقة على العرض والطلب، على غرار غيرها من الأسهم المدرجة. ولذلك يتمّ احتساب سعر السهم بطريقةٍ مختلفةٍ تماماً عن سعر السهم في الصندوق الاستثماري المفتوح. لكن سعر السهم يُقال إنه إما أن يُتداول بعلاوة على سعر الأصول التي تدعم ذلك السعر أو بخصم عنه (أي يحصل المستثمر على مزيد من الأصول لكل جنيه إسترليني واحد من قيمة الاستثمار).

- لا يساوي سعر السهم في الشركة الاستثمارية المُغلقة بالضرورة صافي قيمة الأصول. وسوف تُقيّم الشركة المحفظة المدارة بصورةٍ يوميةٍ وتنشر التفاصيل المتعلقة بصافي قيمة الأصول في سوق الأوراق المالية حيث أدرجت الأسهم وحيث يتم تداولها. لكن سعر التداول المحدّد لاحقاً يتوقف على العرض والطلب على الأسهم، وقد يكون أعلى من صافي قيمة الأصول أو أقل منها.
- عندما يكون سعر السهم أعلى من صافي قيمة الأصول، يقال إنّ السهم يتداول بعلاوة (trading at a premium).
- عندما يكون سعر السهم أقل من صافي قيمة الأصول، يقال إنّ السهم يتداول بخصم (trading at a discount).

يستطيع المستثمر حسابَ صافي قيمة الأصول من خلال طرح خصوم (التزامات) الصندوق من قيمة محفظته الكلية:

صافي قيمة الأصول = إجمالي الأصول - الخصوم (الالتزامات)

صافي قيمة الأصول لكل سهم = صافي قيمة الأصول ÷ إجمالي عدد الأسهم

مثال

تتداول أسهم شركة سنا للاستثمار بمبلغ ٢,٣٠ جنيه إسترليني، ويبلغ صافي قيمة الأصول للسهم الواحد ٢,٠٠ جنيه إسترليني. وبالتالي فإنّ أسهم شركة سنا تُتداول بعلاوة تبلغ ١٥٪ من صافي قيمة أصول المحفظة المدارة.

مثال

يتم تداول أسهم شركة الغريب للاستثمار بمبلغ ٠,٩٥ جنيه إسترليني، ويبلغ صافي قيمة الأصول للسهم الواحد ١,٠٠ جنيه إسترليني. وبذلك يتم تداول أسهم شركة الغريب بخصم قدره ٥٪ على صافي أصول المحفظة المكوّنة للشركة.

تُتداوَل معظم أسهم شركات الاستثمار عموماً بخصم على صافي قيمة أصولها. ويتوقف مقدار الخصم على عددٍ من العوامل، كما يتفاوت من شركةٍ استثماريّة لأُخرى. وأهم هذه العوامل هي وجهة نظر المستثمرين فيما يتعلّق بجودة إدارة محفظة الشركة واختياراتها من الاستثمارات المكوِّنة لها. ويكون الخصم أصغر (وقد تتداول أسهم الشركة بعلاوة) مع اقتراب موعد إغلاق الشركات الاستثماريّة أبوابها، أو عندما توشك على القيام بنوع من النشاط التجاري مثل الاندماج أو الاستحواذ.

لدى العديد من صناديق الاستثمار برامج قائمة لمحاولة إدارة مدى أي خصم أو علاوة يتم تداول الأسهم بها. وفي حالة الخصم، قد يكون صندوق الاستثمار قادرًا على إعادة شراء الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية؛ ويمكنه إما الاحتفاظ بها في الخزانة، مع إمكانية إعادة إصدارها في وقت لاحق لمستثمرين آخرين، أو إلغاء الأسهم. وبالمقابل، بالنسبة إلى تلك التي تشتغل بعلاوة، يمكن استخدام إصدارات جديدة من الأسهم لتقليل العلاوة. يشار إلى هذه البرامج باسم "آليات التحكم في الخصم" و "آليات التحكم في العلاوة" على التوالي.

على غرار أسهم الشركات المدرجة الأخرى، يتم إدراج صندوق الاستثمار وتداوله في بورصة الأوراق المالية، حيث يجري التداول الثانوي. ونظرًا إلى الطريقة التي تتم بها هيكلة الصناديق المغلقة، لا يتعين على مديري الصناديق القلق بشأن الاستثمار أو جمع الأموال من المستثمرين/ حاملي الوحدات، بمجرد استثمار رأس المال الأولي. ونتيجة لذلك، لا يصبحون مشترين أو بائعين قسريين للأصول. وهذا يختلف تمامًا عن مدير صندوق الوحدة الذي يحتاج إلى مراعاة تدفقات الأموال وقد يضطر في بعض الأحيان إلى استثمار أموال العملاء أو جمع الأموال في الوقت الخطأ لتلبية التزامات الاستثمار أو الاسترداد.

٣-١ صناديق المؤشِّرات المُتداولة في البورصة (Exchange-Traded Funds ETFs)

هدف التعلّم

٣-١-٤ معرفة الخصائص الأساسية لصناديق المؤشِّرات المُتداولة في البورصة (ETFs) وطرق تداولها

تُعَدّ صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة (ETFs) نوعاً من الصناديق الاستثمارية المفتوحة التي يتمّ إدراجها وتداولها في سوق الأوراق المالية. وتُعدُّ هذه الصناديق تطوراً طبيعياً لصناديق الاستثمار عن طريق الجمع بين مزايا صناديق الاستثمار المشترك التقليدية وبين السهولة والكفاءة الناتجتين عن امتلاك الأسهم وتداولها، ما يجعل هذه الأدوات أكثر سيولة ويسراً للتداول بيعاً وشراءً بالمقارنة مع شركات الاستثمار المفتوحة التقليدية. تتوفر هذه السيولة بواسطة صنّاع السوق من أجل تداول (بيع وشراء) صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة في كل يوم من أيام التداول.

يُدار عديد من صناديق المؤشرات المُتداولة في البورصة بشكل سلبي، مما يعني أنها تهدف إلى تتبّع أداء مؤشر أو معيار آخر ويتم تداوُلها بمبلغٍ قريبٍ من قيمة صافي أصولها. وتُعَدّ بعض صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة أكثر سيولةً أو أسهل تداولاً من غيرها ويتوقف ذلك على المؤشّر الذي تتبعه.

فيما يأتي بعض خصائصها المميزة:

- تتعقّب أداء مجموعة واسعة من مؤشّرات الأسهم ومنتجات الدخل الثابت، فضلاً عن مجموعة متنوعة من المؤشرات والسلال الصناعية الخاصة بالقطاعات والمحاور. كما تتبع بعضها مؤشّرات تُدار بإستراتيجية الإدارة النشطة.
- تُعَدّ التفاصيل المتعلقة بملكيّات الصندوق من الأسهم شفّافةً بحيث يمكن احتساب قيمة صافي الأصول بسهولةٍ.
- بفضل ميزة التسعير الفوري المستمر، يمكن للمستثمرين التداول في أي وقت.
- تحافظ عموماً على فوارق منخفضة بين أسعار الشراء والبيع، وذلك تبعاً للسوق أو المؤشر أو القطاع الذي تتبَعُه، فعلى سبيل المثال، قد لا يتجاوز الفارق نسبة ٠,١٪ أو ٠,٢٪ مثلاً عند تداوُل أحد صناديق المؤشرات التي تتبَع **مؤشّر فوتسي ١٠٠ (FTSE100)**.
- تتمتع بنسب نفقات منخفضة، ولا تفرض على المستثمرين أي رسوم ابتدائية أو رسوم للخروج من الصندوق - وتختلف النسبة المئوية الدقيقة حسب الصندوق، حيث تفرض صناديق المؤشِّرات المُتداولة في البورصة رسومًا أعلى (على سبيل المثال، تلك التي تركز على أمور محددة أو قطاعات متخصصة) في حين تفرض صناديق المؤشِّرات المُتداولة في البورصة في السوق الواسعة رسومًا أقل.
- يمكن استخدام صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة من قبل المستثمرين الأفراد والمؤسسات الاستثمارية على السواء في إطار مجموعة واسعة من إستراتيجيّات الاستثمار، بما في ذلك إنشاء محافظ باستخدام إستراتيجية الإدارة المختلطة (المركز -التوابع)، وتوزيع الأصول، والتحوّط.
- في أوروبا، عادة ما تتم هيكلتها في هياكل صناديق تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل.

يمكن لمزوّدي صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة، من أجل تحقيق أهدافهم الاستثمارية، إما أن يستعملوا المحاكاة المادية (أي الاستثمار في الأسهم الفعلية) أو التركيبية (أي استخدام المشتقات المالية). ولقد باتت مخاطر هذه الإستراتيجية الأخيرة خاضعةً لتدقيق تنظيمي صارم من قبل واضعي اللوائح التنظيمية عبر أنحاء العالم.

إستراتيجيات محاكاة مؤشّرات البورصة	
المحاكاة الكاملة **Full Replication**	• تُسمّى أيضاً بالنسخ الكامل أو المادي. • أسلوب يتطلّب من الصندوق مجاراة أداء المؤشّر تماماً وذلك عبر بناء محفظة من الأوراق الماليّة تتطابق مع مكوّنات المؤشّر وتتوزّع بنفس نسب توزّعها في المؤشر. • لذلك، تكون المحاكاة الكاملة عادة أكثر تكلفة من طرائق المحاكاة الأخرى لأنها تنطوي على المزيد من التداول. • تعد المحاكاة الكاملة أكثر شيوعًا في المؤشرات التي تحتوي على عدد أقل من الحيازات، أو في الصناديق الأكبر حيث يوجد مجال أكبر للاستثمار في عدد أكبر من الأسهم.
المحاكاة باستخدام العيّنة الطبقية **Stratified Sampling**	• تنطوي هذه الإستراتيجية على اختيار الاستثمارات التي تُعَدّ عينات مُمثلةً عن المُؤشّر. تأمل إدارة الصندوق عموماً أن يكون "**خطأ المحاكاة**" عند الخروج عن المؤشر منخفضاً نسبياً. • لكن ينبغي أن تكون كميّة تداول الأسهم المطلوبة أقلّ من تلك المستخدمة في حالة المحاكاة الكاملة، حيث أنه لا توجد حاجة للصندوق لتتبع كل مكوّن من مكونات المؤشر. وإنّ من شأن هذا أن يُقلّل من تكاليف المعاملات، ويساعد بالتالي على تجنُّب أن تؤدي هذه التكاليف إلى بخس قيمة الأداء الكلّي.
تحقيق الحد الأمثل **Optimisation**	• تستخدم نمذجة حاسوبيةً معقّدة لبناء محفظة بتمويل حيازاتٍ تقلّد بصورة عامةً خصائص المؤشر. • تُعَدُّ مقاربة تحقيق الحدِّ الأمثَل أكثر شيوعاً عند محاكاة المؤشّرات التي تتضمّن عدداً كبيراً من المكوّنات، وفي هذه الحالة يشتري مدير الصندوق سلّة من الأوراق المالية المُختَارة من مكوّنات المؤشّر، التي تعكس خصائص المخاطر والعوائد نفسها كما في المؤشّر الذي يقوم بتعقّبه.
المحاكاة التركيبية **Synthetic**	• تنطوي على دخول مدراء صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة في اتّفاق مبادلة مع طرف آخر أو مجموعة من الأطراف الأخرى. يوافق المدير على دفع العائد من سلّة محدّدة مسبقاً من الأوراق المالية لمحرّر عقد المبادلة مقابل الحصول على عائد المؤشر. • تُقلّل المحاكاة التركيبية بصفةٍ عامةٍ مِن التكاليف ومن احتمال وقوع خطأ المحاكاة، لكنها تزيد من التعرض لمخاطر الطرف النظير. أما بالنسبة للأسواق التي لا يمكن الوصول إليها بسهولة، فإن لاتفاقيات المبادلة أفضليّة على المحاكاة المادية للمؤشر. • ينبغي ألّا يتجاوز الحد الأقصى من التعرّض لمخاطر الطرف النظير في عقد المبادلة لأيّ صندوق يلتزم بقواعد التوجيه المتعلق بصناديق تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل من توجيهات الاتحاد الأوروبي نسبة ١٠٪ من صافي قيمة أصول الصندوق، بحيث يضطرّ صندوق المؤشرات المتداول في البورصة إلى التعاقد مع أطراف متعدّدة إلى جانب التحوط ضد المخاطر المرتبطة به عن طريق اشتراط ضمانَاتٍ يتمّ إيداعها لدى أمين حفظ مستقل. ويفصح معظم مدراء الصناديق عن تكوين الضمانات المأخوذة يومياً على مواقعهم على الإنترنت. • تميل الميزة الرئيسة للمحاكاة التركيبية إلى أن تتجسّد في أخطاء تتبع وتكاليف أقل، ولكن مع الجانب السلبي المتمثل في مخاطر الطرف النظير.

عند الاستثمار في صندوق سلبي من صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة (أو أي نوع من الصناديق المرتبطة بالمؤشرات)، من المهم أن نفهم خطأ المحاكاة. ينشأ خطأ المحاكاة من الأداء الضعيف أو المتفوق للمؤشر الذي تجري محاكاته. ولا تشيرُ قيمة مرتفعة في خطأ المحاكاة في الصندوق سوى إلى مقدار الانحراف عن المؤشر الذي يحاكيه الصندوق وبالتالي، يجب أن تترافق بأداء أعلى من أداء المؤشر. يُلاحظ أنه سيكون هناك دائمًا عنصر خطأ في المحاكاة بين المحفظة "الحية" والمؤشر الذي تهدف إلى محاكاته، بسبب التكاليف الفعلية المترتبة على تشغيل المحفظة الحية (على سبيل المثال، رسوم الإدارة وتكاليف التعامل).

عادةً ما يتعقّب كثير من صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة مؤشراً من المؤشرات، مع أنَّ صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة المدارة بشكل نشط متوفّرة أيضاً. وثمة نوع آخر من الصناديق وهي صناديق بيتا الذكية "smart beta". فبدلاً من محاكاة مؤشر واحد فقط، تأخذ هذه الصناديق في الاعتبار عوامل أخرى مثل التذبذب أو الاتجاه السائد عند استحداث مؤشر ستتعقّبه. ويشمل ذلك المؤشرات المبنية على العوامل وتلك المبنية على الأسس التي يتم بناؤها من خلال أساليب أخرى مغايرة للطرح العامّ في البورصة أو الرسملة المرجّحة بالأسعار. ولذلك، تسعى صناديق بيتا الذكية أن تستفيد من الاستثمار النشط والسلبي على حد سواء: فصحيح أنها تحاكي مؤشراً، لكنها نشطة لأنها تأخذ العوامل البديلة في الاعتبار أيضاً.

يختلف الهيكل القانوني لصناديق المؤشرات المتداولة في البورصة بين الأنظمة القضائية المختلفة. ففي الولايات المتحدة، يتم تنظيم العديد من هذه الصناديق في هياكل صناديق وحدات استثمارية، في حين، في أوروبا يمكن أن يُنظر إلى صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة على أنها شركات استثمارية مفتوحة (كما في أيرلندا) وصناديق سيكاف وصناديق استثمار مشتركة (FCPs) في لوكسمبورغ. علاوةً على ذلك، في أوروبا، يتم إنشاء الكثير من صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة وفق هيكل صناديق تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل، ويكون مقرها عادة في دبلن أو لوكسمبورغ بحيث يمكن تداولها عبر الحدود بين دول القارة الأوروبية. وبالتالي، فإن الهياكل الأساسية التي تتبناها تتماشى مع أنواع صناديق الاستثمار المشترك التقليدية.

٤-١ صناديق السلع الأساسية

هدف التعلّم

٤-٢-٤ معرفة خصائص صناديق السلع الأساسية واستخداماتها

لطالما شكّلت صناديق السِّلع جزءًا من المحافظ الاستثمارية للعملاء الأفراد، لا سيما عندما تُدار من قبل مدراء يديرون الاستثمارات وفقاً لتقديراتهم الخاصة.

عند توزيع أصول المحفظة، عادةً ما تُخصَّص نسبةٌ مئويّة محدَّدة للاستثمار في السِّلع الأساسية. ويتم هذا الاستثمار عادة عن طريق امتلاك أسهم الشركات العاملة في السلع الأساسية. على سبيل المثال، قد يقرر مدير الاستثمار أنه يريد استثمار نسبة معينة من أصول المحفظة في الذهب أو المعادن الأخرى، وبالتالي فإنّه يضيف إلى المحفظة أسهم شركات مُدرجة في قطاع التعدين أو صندوق استثماري مُتخصِّص في هذا القطاع.

لم يكن الاستثمار في السلع الأساسية بهذه الطريقة الحلَّ الأمثَل يوماً، حيث يتأثر سعر سهم الشركة بالتوقعات المرتبطة بحركة أسعار السلع المكوّنة للمحفظة والتوقعات المرتبطة بأداء الشركة نفسها على السواء. ولقد تمكَّن المستثمرون من شراء عقود مستقبلية وعقود خيارات على السلع، لكن هذا لم يكن دائماً حلاً مناسباً للمستثمرين الأفراد أو لأولئك الذين يبحثون عن فئة بديلة من فئات الأصول.

ويتمثّل أحد الحلول البديلة عن الاستثمار في السلع الأساسية في استخدام السلع المتداولة في البورصة (Exchange-Traded Commodities ETCs).

السلع المتداولة في البورصة (ETCs) نوع من أدواتِ الاستِثمار التي تتّبع أداء مؤشّر مرتبط بالسلعة. وهناك نوعان رئيسان من السلع المُتداولة في البورصة: السلع الفردية المتداولة في البورصة كتلك التي تتبع أسعار الذهب أو النفط، وتلك التي تتّبع مؤشّراً سلعيّاً، مثل مؤشر S&P GSCI (مؤشر مركب يقيس أداء سوق السلع الأساسية).

والسلع المتداولة في البورصة متوفرة للمستثمرين جميعاً، ويمكن استخدامها لتحقيق عدد من الأغراض حيث تكون هناك حاجة إلى الاستثمار في السلع، كالاستثمار في سلعة فردية أو كجزء من إستراتيجية توزيع الأصول في المحفظة. فهي أداة من أدوات الاستثمار المشترك المفتوحة وبالتالي يتم إصدار أسهم إضافية لتلبية الطلب. والسلع المتداولة في البورصة مماثلة لصناديق المؤشرات المتداولة في البورصة من حيث أنها تتداول في قسم مخصَّص لها. وتحظى بدعم صانع السوق بما يضمن توفر السيولة طوال ساعات عمل السوق، ويتمّ امتلاكها وتسويتها على غرار أي أسهم أخرى. فضلاً عن ذلك، تتفاوت فيما بينها من حيث بنائها، فبعضها مضمونة بالكامل (المحاكاة الكاملة) وبعضها تستخدم المحاكاة الجزئية، ويتكون قسم ثالث من عقود المشتقات/المبادلة (المحاكاة التركيبية). وبالتالي، من المهم للمستثمرين أن يدركوا حجم المخاطر الحقيقية التي تتعرض لها هذه الهياكل.

٢- أدوات الاستثمار الأخرى

٢-١ المنتجات المهيكلة

هدف التعلّم

٢-١-٤ معرفة خصائص منتجات الاستثمار المُهيكلة واستخداماتها

يُستخدم مصطلح "المنتجات المُهيكلة" لوصف سلسلةٍ من المنتجات الاستثماريّة المعروُفة عادة باسم سندات مهيكلة وسندات مرتبطة بسوق المال ومجموعة كبيرة من الأسماء التسويقيّة الأخرى.

نشأت هذه الأنواع من المنتجات المهيكلة قبل بعض الوقت وتتفاوت خصائصها وشُروطها بصورة ملحوظةٍ من منتجٍ لآخر، فهناك بعض الأنواع المصمّمة لسوق الاستثمار بالتجزئة الشاملة، وبعضها الآخر لا يستهدف سوى الأسواق ذات القيمة الصافية الكبيرة أو الضخمة، وبعضها مصمم خصيصًا وبشكل فردي في كثير من الأحيان، للعملاء المتمرّسين والكبار.

تُعَدّ المنتجات المُهيكلة منتجات مجمّعة في باقات قائمة بصورة أساسية على السندات والمشتقات المالية التي قد تتّسم بضمان كلّي أو جزئي لرأس المال إذا تمّ الاحتفاظ بها حتّى موعد الاستحقاق لكن مع المشاركة إلى حدٍّ ما في العوائد المُستحصَل عليها من من أصلٍ أساسيّ أكثر تعرضاً للمخاطر. يتم إنشاء هذه المنتجات لمساعدة المستثمرين في التعبير عن وجهة نظر محددة قصيرة أو متوسطة الأجل حول أداة مالية أو مؤشر أساس لا يمكن تلبيتها من خلال الأدوات المالية الموحدة المتاحة في الأسواق.

يتم إنشاء هذه المنتجات بواسطة الجمع بين الأصول المكوّنة للمحفظة مثل الأسهم والسندات والمؤشرات والعملات والسلع مع المشتقات المالية. ويمكن لعملية التجميع هذه أن تنتج هياكل ذات مخاطر/ عوائد مختلفة وميزات التوفِير في التكلفة بالمقارنة مع ما هو متوفّر في السوق. فيما يلي مثال بسيط على كيفية عمل هذا المنتج.

مثال

- يحين موعد استحقاق أحد المنتجات المهيكلة في خمس سنوات، علماً بأنه يختصّ بميزة ضمان رأس المال بنسبة ١٠٠٪، ويوفر المشاركة في نمو مؤشر ما إلى حدود معينة، نفرض مثلاً نسبة ٦٠ ٪ من العائد على مؤشر فوتسي ١٠٠ شريطة أن يغلق المؤشر عند مستوى الانطلاق أو فوقه. ولنفرض أن هناك مستثمرًا يرغب في استثمار مبلغ ١٠٠٠ جنيه إسترليني في المنتج.
- قد يوجد ضمن باقة الاستثمار في المنتج منتجان استثماريان أساسيان، وهما: سند صفري وخيار شراء.
- لا يُدفع على السند الصفري أي فائدة (أو قسيمة)، لكنه يُباع بخصم على **قيمته الاسمية**، ويساهم ذلك في تأمين مبلغ محدّد عند استحقاقه. يمكن مثلاً شراء سند بقيمة اسمية قدرها ١٠٠٠ جنيه إسترليني بسعر ٨٠٠ جنيه، وبما أنه يُستردّ في خمس سنوات، فهو يوفر عائداً مضموناً على رأس المال عند الاستحقاق.
- ويتم استثمار مبلغ الـ٢٠٠ جنيه إسترليني المتبقي من المبلغ المستثمر في خيار شراء على المكشوف ضمن مؤشر فوتسي ١٠٠، ما سيوفر عائداً على المؤشر في حال أغلق عند مستوى يتجاوز مستوى الانطلاق.
- إذا كان المؤشر عند مستوى الانطلاق أو تجاوزه في نهاية المدة، يستردّ المستثمر رأس ماله (بشرط سداد السند الصفري) والعائد على المؤشر الناتج عن تسوية خيار الشراء.
- إذا سجّل المؤشر مستويات دون مستوى الانطلاق، يستردّ المستثمر رأس ماله فقط، حيث لن يكون خيار الشراء ذات قيمة.

يمكن أن تشمل مزايا المنتجات المهيكلة ما يأتي:

- ضمان رأس المال الأوليّ للمستثمر جزئياً أو كلياً.
- تيسير الوصول إلى الكفاءة الضريبية للاستثمارات التي تستحق عليها الضرائب كاملة.
- تعزيز العوائد
- تقليل المخاطر، وغالبًا ما تكون مصحوبة بمكاسب محدودة أو محددة.

قدمت المنتجات المهيكلة مجموعة من الفوائد للمستثمرين، وقد تم استخدامها بشكل عام لتوفير إما:

- الوصول إلى نمو سوق الأوراق المالية مع حماية رأس المال بالكامل أو جزئيًا، أو
- التعرض الطويل أو القصير لأصل، مثل الذهب أو العملات التي لا يمكن تحقيقها بطريقة أخرى من خلال الاستثمار المباشر.

تشمل عيوبها الرئيسة ما يلي:

- تأثير الرسوم الباهظة على العائدات المحققة
- قصور في تحقيق إمكانات النمو الكاملة للأصول الأساسية (كوسيلة للتعويض عن الحماية الكاملة أو الجزئية لرأس المال)
- السيولة المحدودة في السوق الثانوية (عادة ما يوفرها المُصْدِر وحده)
- حقيقة أنه كان لابد من الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق لتأمين المكاسب الكاملة (تغلبت بعض المنتجات الحديثة على هذا من خلال تضمين خيارات "الخروج" حيث ينضج المنتج مبكرًا إذا وصل المؤشر إلى حدٍّ معين).

هناك مجموعة كبيرة من المنتجات المُهيكلة، وتُبنى شروط كلٍّ منها وفقاً لتقديرات المؤسسة المالية المُصدرة لها. تُعرَف تلك المنتجات بمجموعةٍ متنوعةٍ من الأسماء بما في ذلك الشهادات وسندات الاستثمار المتوسطة الأجل، لكنّها تصنَّف عموماً في ثلاث فئات واسعة:

أنواع المنتجات المهيكلة	
الودائع المُهيكَلة	تُعَدّ الودائع المُهيكَلة حسابات إيداع لمدّة ثابتة، حيث يكون العائد ثابتاً لكن يعتمد على أداء الأصل محل التعاقد مثل مؤشر أس آند بي ٥٠٠، بدلاً من أن تكون الفائدة المحصّلة بمعدل محدد أو متغير. وقد يتراوح أجل استحقاقها بين ٣ و٦ سنوات، ويشكّل العائد نسبة من أي نمو في المؤشر. على سبيل المثال، قد يوفّر منتج من هذا النوع عائداً بنسبة ١٥٪ إذا بلغ المؤشر المستوى المحدد أو تجاوزه في نهاية المدة الثابتة لثلاث سنوات. إذا تجاوز المؤشر المستوى المحدّد في نهاية فترة الثلاث سنوات، فيسترد المستثمر رأس ماله الأولي زائد فائدة قدرها ١٥٪. وفي حال أتى دونه، فلن يحصل إلا على المبلغ الذي استثمره. تتمثل ميزة هذه المنتجات في إمكانية تحقيق المستثمر عوائد أعلى مقارنة بحسابات الادّخار الاعتيادية. غير أنّه يُحتَمل عدم تحقيق المستثمر لأي عائد في حال انخفاض المؤشر عن مستوى الانطلاق. وفي حالة التخلف المحتمل من جانب مقدم الخدمة، قد يستفيد المستثمرون من الحماية بموجب برنامج حماية الودائع في بلد ما أو برنامج تعويض المستثمرين، حيث أن الودائع المنظمة هي بنود مدرجة في الميزانية العمومية للمؤسسة المالية التي تصدرها.
المنتجات المُهيكَلة ذات رأس المال المضمون	تتشابه المنتجات المُهيكَلة ذات رأس المال المضمون مع الودائع المُهيكلة في أنها مُخصّصة لإعادة رأس المال الأصلي كحدٍ أدنى عند الاستحقاق. عادة ما يكون العائد على هذه المنتجات أعلى من العائد على الودائع المُهيكَلة، وقد يتميّز بخصائص أخرى لا تتميّز بها الودائع المُهيكلة. قد يوفّر منتج مثلاً عائداً نسبته ٣٠٪، في حال تسجيل المؤشر مستويات أعلى من مستوى الانطلاق في نهاية مدة السنوات الخمس. ففي حال أتى أعلى منه، يستردّ المستثمر رأس ماله الأولي زائد هذا العائد، وفي حال أتى دونه، يستردّ عندها استثماره الأولي لا زيادة ولا نقصان.

المنتجات المهيكَلة ذات رأس المال المخاطر (SCaRP)	توفّر المنتجات المهيكَلة ذات رأس المال المخاطر العائد الأعلى على الاستثمار في غالب الأحيان، إذ إنه بالإضافة إلى العوائد المتوقعة، من المحتمل خسارة جزء من رأس المال المُستثمر أو كله. وقد تحظى تلك المنتجات بضمان رأس المال الجزئي. مثلاً، قد يوفّر منتج ما عائداً محدداً في حال بلغ المؤشر مستوى الانطلاق أو تجاوزه في نهاية مدة السنوات الخمس. ففي حال أتى المؤشر دونه لكن بما لا يقلّ عن ٥٠٪ من مستوى الانطلاق، فيُستردّ رأس المال بالكامل؛ وفي حال أتى دونه، يخسر المستثمر جزءاً من رأس ماله أو كامله. وقد لا توفّر المنتجات المهيكَلة الأخرى ذات رأس المال المخاطر ضمان رأس المال على الإطلاق، إلا أنها قد تتيح الانكشاف الكامل على حركة المؤشر الأساسي.

٣

تتوفر مجموعة متنوّعة من الصيغ والخيارات المختلفة تحت هذه الفئات الثلاث العريضة. ومن بين هذه الصيغ والخيارات تضمين ميزات إضافية مثل خيارات الاسترداد المبكر والعوائد المتزايدة.

لا تتمتع المنتجات المُهيكَلة ذات رأس المال المضمون والمنتجات المهيكَلة ذات رأس المال المخاطر، على الرغم من وصفها بأنها محمية برأس المال، عادة ببرامج حماية الودائع أو تعويض المستثمرين، وتحمل مخاطر إفلاس الجهة المصدرة للمنتج. وكثيراً ما تكون هذه المخاطر عالية، لأنه على الرغم من أن المنتجات قد يُنظر إليها على أنها صادرة عن مؤسسة مالية قوية، إلا أنها قد تكون من الناحية الفنية بنوداً خارج الميزانية العمومية لتلك المؤسسة، وبالتالي فإن المستثمرين في الواقع معرضون لمخاطر عالية من إفلاس الجهة المصدرة ومن ثمّ غياب ضمان لرأس المال.

من المهمّ أن يكون المستثمرون على علم ودراية بمخاطر المنتجات المُهيكلة قبل اتّخاذ قرار بالاستثمار في أيّ منها، لا سيما فيما يتعلّق بالودائع المُهيكلة حيث قد يُحتمل أن يعتبرها المستثمر بمثابة الخيار البديل لحسابات الادّخار التي تحظى بنفس القدر من الأمان. فيما يلي بعض المخاطر الرئيسة التي يلزم الوعي بها:

- يتعيَّن على المستثمرين أن يكونوا مستعدّين للامتناع عن استثمار المبلغ طوال المدة المحددة بالكامل، وإلا فقد يستردون ما يقلّ عن رأس المال الأصلي المُستثمَر. لا تسمح العديد من المنتجات المهيكلة بالإقدام على عمليات سحب قبل الأوان، بينما تتيح الأخرى هذه الإمكانية مع فرض رسوم خروج.
- يُحتمل عدم حصول المستثمر على أي عائد على الإطلاق في حال انخفاض المؤشر عن المستوى المتوقع. في حالة الودائع المهيكلة والمنتجات المُهيكَلة ذات رأس المال المضمون، يُسترد رأس المال الأولي بدون أي عائد. في مثل هذه الحالات، لكان من الأفضل ببساطة الاستثمار في حساب ادّخار حيث يقبض المستثمر مبلغ فائدة على الأقل.
- في حال المنتجات المُهيكَلة ذات رأس المال المخاطر، لا يُحتمل وحسب عدم تلقّي المستثمر أي عائد بل قد يخسر جزءاً من رأس المال المستثمَر أو كامله.
- يمكن أن يؤدي التضخم إلى تقلّص قيمة أي عائد قد يحقّقه من المنتج. الأمر سيّان حتماً بالنسبة إلى المدخرات الأخرى ومنتجات الاستثمار غير المحمية من التضخم.
- قد لا يوفر أي برنامج لضمان الودائع أوبرنامج لتعويض المستثمر الحماية للاستثمارات في حال عجز مزوّد المنتج عن السداد.

٢-٢ صناديق التحوّط

هدف التعلّم

٢-٢-٤ معرفة خصائص صناديق التحوّط واستخداماتها

تشتهر صناديق التحوّط بالمخاطر العالية. لكن هذا التصوّر يتناقض في كثير من الأحيان مع الواقع. فقد صمِّمت صناديق التحوط في صيغتها الأساسية سعياً لاجتثاث مخاطر السوق أو الحدّ منها. على الرغم من ذلك، هناك الآن أشكال مختلفة من صناديق التحوُّط- بعضها مصمّم لتجنّب المخاطر بينما يوظف بعضها الآخر إستراتيجيات عالية المخاطر. لذا، ليس من الحكمة التعميم بشأنِها: فلم يعُد بالإمكان تصنيف هذه الصناديق في مجموعة واحدة ومن الأفضل التعامل معها على أنها أوراق مالية معقّدة أكثر ملاءمةً للمستثمرين من ذوي الخبرة.

ظهرت صناديق التحوط لأول مرة في الخمسينيات من القرن العشرين، وأطلق عليها هذا الاسم لأنها حاولت التحوط في مراكزها في محاولة لتحقيق أداء ثابت على الرغم من ظروف السوق. وقد أطلق على هذه الصناديق فيما بعد اسم صناديق "العائد المطلق" أو "العائد الكلي". وبالرغم من أن هذا المصطلح ظل يميز "صناعة صناديق التحوط" بأكملها، إلا أن عدداً قليلاً فحسب من صناديق التحوط تعرّف نفسها بأنها صناديق عائد مطلق تسعى إلى تحقيق عوائد ثابتة، في حين تهدف الأغلبية إلى تحقيق عوائد تفوق أداء الأسواق، من خلال استخدام مجموعة من الإستراتيجيات والتكتيكات المتنوعة.

من أكثر المخاطر التي يواجهها المستثمر وضوحاً تلك القائمة على الاستثمار في الأسهم- كُلّما هبطت الأسعار في السوق بصورة عامة، هبطت معها قيمة أسهم المستثمر.

ويسعى صندوق العائد المطلق إلى تحقيق عوائد إيجابية مهما اختلفت الظروف في السوق بواسطة استخدام مجموعة كبيرة من التقنيات، بما في ذلك البيع على المكشوف والعقود المستقبلية وعقود الخيارات والمشتقات والمراجحة والرافعة المالية والأصول غير التقليدية.

وفي مجال منتجات الدخل الثابت- قد تكون إستراتيجية الدخل الثابت ذات العائد المطلق جذابة لأنها يمكن أن توفر الدخل للمستثمر، لكن في حال وجود المرونة الكافية لاستهداف أكثر الاستثمارات جاذبيةً في سوق منتجات الدخل الثابت وتوفير الحماية للمستثمر ضد ارتفاع معدلات الفائدة من أجل الحفاظ أيضاً على رأس المال المُستثمَر.

٢-٢-١ خصائص صناديق التحوط

وقد أدّى الابتكار في القطاع المالي إلى ظهور مجموعة واسعة من إستراتيجيات صناديق التحوُّط المعقّدة، والبعض منها يركّز على إنتاج عوائد ضخمة بالاعتماد إلى حدٍّ كبير على الرفع المالي بدلاً من السعي للسيطرة على مخاطر السوق.

وفيما يأتي بعض النواحي المشتركة بين صناديق التحوّط المختلفة:

- **الهيكل** - تُبنى صناديق التحوّط في هياكل صناديق غير مرخَّصة، ولذلك فإنها تُعَدّ صناديق استثمار مشترك غير خاضعة للقوانين التنظيمية، وبالتالي لا يمكن تداولها عموماً بين المستثمرين الأفراد لأنّها تنطوي على مخاطر كبيرة جداً للمستثمر الأقلّ حنكةً من الناحية المالية.
- **حدود دنيا مرتفعة للاشتراك في الصندوق** - تتطلّب معظم صناديق التحوّط حدّاً أدنى من الاستثمار يتجاوز مبلغ ١٠٠ ألف دولار، وقد يتجاوز الحدّ الأدنى المطلوب للاشتراك في بعضها (١) مليون دولار. ويعني هذا أن الوصول يقتصر فعليا على المستثمرين الأثرياء والمؤسسات الثرية؛ ومع ذلك، يمكن للمستثمرين أيضا الوصول إلى صناديق التحوط من خلال صناديق صناديق التحوط.
- **المرونة الاستثمارية** - بسبب قلّة اللوائح التنظيمية لعمل صناديق التحوّط، يمكن لهذه الصناديق الاستثمار في أيّ نوع من الأصول التي ترغب فيها (شريطة الالتزام بالقيود المنصوص عليها في العقد الأساسي للصندوق ونشرة الاكتتاب). وبالإضافة إلى قدرة صناديق التحوط على ممارسة البيع والشراء على المكشوف في الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، تستثمر بعضها في السلع والعملات. ويهدف أسلوب استثماراتها عموماً إلى إنتاج عوائد "مُطلَقَة"- أي عوائد إيجابية بغضّ النظر عن الاتجاه العام لتحرّكات السوق.
- **الرفع المالي** - يُمكن للعديد من صناديق التحوّط اقتراض الأموال واستخدام المشتقّات المالية بما قد يعزّز عوائدها.
- **السيولة** - تسعى صناديق التحوط إلى تعظيم مساحة الاستثمار المتاحة لمدير الصندوق، ولذلك فإنها تفرض عادةً مدة "حظر" أوليّة لأموال المستثمر تتراوح ما بين شهرٍ وثلاثة أشهر قبل أن تسمح للمستثمرين بالمضي قدماً في بيع استثماراتِهم.
- **التكلفة** - عادة ما تفرض صناديق التحوّط رسوماً تتعلق بالأداء، يدفعها المستثمرون عندما يصل أداء الصندوق إلى مستويات معيّنة، وإذا لم يبلغ أداء الصندوق المستوى المحدّد، يتعيّن على المستثمرين دفع رسوم مماثلة لتلك التي تتقاضاها الصناديق الأخرى التي تسعى إلى تحقيق النمو في رأس المال. وتتراوح رسوم الإدارة السنوية عادة بين ١٪ و٢٪ من الأصول الخاضعة للإدارة، في حين قد تكون رسوم الأداء كبيرة، مثل ١٨٪ إلى ٢٠٪ أو أكثر من الأرباح على آخر ارتفاعات سعر صافي قيمة الأصول للصندوق (وتسمى أيضاً "ذروة أداء الاستثمار").

٢-٢-٢ إستراتيجيات صناديق التحوط

ثمة تفسيراتٌ كثيرة للإستراتيجية ضمن قطاع صناديق التحوُّط، إذ تظهر موضوعات جديدة مع تطور الأسواق المالية. وتختلف الصناديق كثيرًا فيما بينها من حيث المخاطرُ التي تتعرَّض لها، ومستوى الاقتراض في الصندوق، والاستثمارات التي يستخدمها. وفيما يأتي وصفٌ موجز لبعض الأنواع الشائعة لإستراتيجيات صناديق التحوُّط.

مراجحة منتجات الدخل الثابت (Fixed-income Arbitrage FIA)

تسعى هذه الإستراتيجية إلى استغلال مواطن الضعف في منحنيات العائد المتعلقة بأسعار الفائدة و/أو الفروق في أسعار السندات التجارية و/أو تسعير السندات الحكومية وعقود المبادلة وغيرها من المشتقات المالية التي تقوم على أسعار الفائدة. فعلى سبيل المثال، إذا كان متوقَّعاً أن تزداد حدّة انحدار منحنى العائد، حيث تتحرك العوائد على السندات الطويلة الأجل نحو الأعلى أكثر من العوائد القصيرة الأجل، فقد تكون الإستراتيجية في هذه الحالة، على سبيل المثال، أن يشتري الصندوق سنداً من السندات الحكومية يستحق بعد عامين ويبيع سنداً حكومياً آخر يستحق بعد ٢٠ عاماً.

الإستراتيجيات اللَّاتجاهيّة

يسعى صندوق التحوُّط الذي يستخدم هذه الإستراتيجية إلى تحقيق عائدٍ مستقرٍّ بغض النظر عن أداء السوق، مع الحفاظ على مستوى منخفض من تقلبات العوائد - يستخدم الصندوق وسيلة التحوُّطَ للتخفيف من آثار التقلُّبات في السوق بحيث يتوقف أداء الصندوق على مهارة المدير حصرًا. قد تكون العوائد المتوقعة من هذه الإستراتيجيات محدودة، لكن بفضل تقلّبها المنخفض نسبياً وضعف ارتباطاتها بالأسواق التقليدية (في غير مراحل الأزمات على الأقل)، فإنها غالباً ما تنفَّذ باستخدام رافعة مالية كبيرة، الأمر الذي يضخِّم العوائد (والخسائر). فعندما تتقلب أسواق النقد بصورة غير منتظمة، كما حدث في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨، فقد تكون الانخفاضات كبيرة للغاية.

محايدة السوق

وتُعرف أيضاً باسم مراجحة الأسهم. تقوم هذه الإستراتيجية على الجمع بين عمليات الشراء والبيع، مع الحفاظ على توازن بيتا (أي درجة محاكاة التقلبات في أسعار الورقة المالية للتحركات في السوق الكلية) للتأكد من عدم التعرض لمخاطر السوق أو تقليله إلى حد كبير.

وينصبّ التركيز هنا على انتقاء الأسهم بدلاً من تبنّي رؤية اتجاهية وحيدة للسوق. ومن الإستراتيجيات المفضَّلة هنا تداول الأزواج، حيث يقوم الصندوق بعمليات تداول متضادة في الأوراق المالية المرتبطة ببعضها البعض، كشراء سهم في شركة نفط كبرى على غرار شركة بي بي (BP) وبيع سهم شركة نفط أخرى على غرار شركة شل (Shell).

مراجحة المنتجات القابلة للتحويل

إستراتيجية أخرى من إستراتيجيات القيمة النسبية تركّز على تلك الأوراق المالية التي لها خصائص قابلة للتحويل. والهدف من ذلك الاستفادة من بخس تسعير ورقة مالية قابلة للتحويل و/أو الاتجاهات السائدة المتوقعة في عوامل الاستثمار التي تؤثر على سعر الورقة المالية القابلة للتحويل.

وعادةً، ما تشتمل هذه الإستراتيجية على مزيج من الاستثمار بالشراء في الورقة المالية القابلة للتحويل والبيع في السهم الذي ترتبط به.

المراجحة الإحصائية (StatArb)

وتشمل أي إستراتيجية تستخدم التحليل التصاعدي من دون التأثر بمعامل بيتا من حيث المقاربة وتستخدم التقنيات الإحصائية/الاقتصادية من أجل توفير إشارات للتنفيذ. وغالباً ما يتم استحداث الإشارات من باب الاعتقاد بفكرة الرجوع إلى المتوسط. ويرتبط هذا بمناقشة الفكرة القائلة إنّه إذا انحرفت الورقة المالية كثيراً عن متوسط أدائها، فإنها سوف تميل في نهاية المطاف إلى العودة إلى نقطة قريبة من المتوسط (يمكن أن يختلف مفهوم "الكثير" اعتمادًا على الإستراتيجية المحددة وظروف السوق). كما تتضمن المراجحة الإحصائية سبلاً للاستثمار في الأوراق المالية التي تحظى بزخم السوق الذي يمكن تحديده بواسطة المقاييس الإحصائية مثل معدل التغيّر والخصائص الفنية الأخرى لسلوك السعر.

الإستراتيجيات المحكومة بالمستجدات

- **الحالات الخاصة** - تسعى إلى الاستفادة من التغيّر في التقييم نتيجةً لصدور قرار للشركة أو عملية تملّك، وليست غالباً استثماراً طويل الأجل. ومن الأمثلة على ذلك، أن تقوم شركة عامة كبيرة بفصل إحدى وحداتها التجارية الأصغر حجماً وتحويلها إلى شركة عامة قابلة للتداول بصورة منفصلة. فإذا وجد السوق أنّ التقييم الحالي للشركة التي ستنفصل قريباً عن الشركة الأكبر أعلى من التقييم الذي ستحصل عليه بعد عملية الانفصال، فقد يشتري المستثمر أسهماً في الشركة الأكبر قبل حدوث العملية في محاولة لتحقيق زيادة سريعة في السعر.

- **الأوراق المالية المتعثّرة** - تسعى إلى تحقيق الأرباح من خلال التعامل في الأوراق المالية (الديون عادةً) للشركات التي تواجه صعوبات في تلبية التزاماتها المالية، حيث يجري تداول أوراق الدين الخاصة بها بأقل من القيمة الاسمية بكثير؛ واتخاذ مواقف بيعٍ أو شراء لهذه الأوراق المالية المتعثرة اعتمادًا على وجهات نظر المستثمرين بشأن الشركة والسوق.
- **مراجحة الدمج** - تسعى للاستفادة من الفروق في السعر في حالات الاندماج والاستحواذ (Merger & Aquisition M&A) أو التملك المعلن عنها. تقوم هذه المقاربة على شراء أسهم في الشركة المستهدفة بعملية الاندماج والاستحواذ (M&A) وبيع أسهم الشركة الراغبة بالتملّك. ويحقّق المستثمر الأرباح عندما تكتمل الصفقة وتصبح أسعار أسهم الشركتين واحدة. تُعَدّ مثل هذه الإستراتيجيات عادة قليلة المخاطر، لكنها قد تنطوي على مخاطر جسيمة إذا فشلت صفقة الاندماج والاستحواذ.

الإستراتيجيات الاتّجاهية

تشمل هذه الإستراتيجيات الأساليب الكثيرة جداً للاستثمار عندما يعبر المدير عن وجهة نظره بالنسبة للاتجاه المستقبلي لفئة سهم معينة و/أو للسوق بصورة عامة. ويجب على المدير الذي يستخدم الإستراتيجيات الاتجاهية التنبؤ بالقيم المطلقة للأوراق المالية التي ستحتويها المحفظة. ويمكن تقسيم الإستراتيجيات الاتجاهية إلى فئتين فرعيتين: تحوط الأسهم والتداول التكتيكي.

تحوّط الأسهم

- **محايدة سوق الأسهم**

تتكوّن المحفظة من أوراق مالية على جانبي البيع والشراء في السوق. يبنى القرار المتعلق بأي الأوراق المالية التي ينبغي الاستثمار فيها على التقديرات الشخصية حول الاتجاه المستقبلي لكل ورقة مالية، وليس باستخدام مقاربة التحليل التنازلي التي تستخدم مقياس بيتا المصمم لبناء محفظة محايدة لمخاطر السوق بشراء الأوراق المالية وبيعها بنسب صحيحة مصمَّمة على نحو مناسب.

ومن حيث الجوهر، تهدف إستراتيجية محايدة سوق الأسهم، قصيرةً كانت أم طويلة، إلى تحديد الأوراق المالية التي تعاني من بخس التسعير عند مقارنتها بنماذج التقييم الداخلية للمدير.

وتختلف هذه الإستراتيجيات عن الإستراتيجيات اللااتجاهية (القيمة النسبية، المحكومة بالمستجدات) من حيث أنها عادة ما تأخذ مخاطر اتجاه السوق (سواء الشراء أو البيع) كجزء من مقاربتها الاستثمارية.

وقد تتكوّن المحفظة من أوراق مالية باتجاه الشراء فقط أو البيع فقط أو قد تكون محايدة في أي وقت من الأوقات. وينبغي أن تتفوق هذه الإستراتيجية على السوق في **الأسواق الهابطة (أسواق الدببة)** عن طريق السعي إلى تحقيق عوائد مطلقة، لكن أداءها غالباً ما يكون أدنى من الأداء العام للسوق في الأسواق الصاعدة صعوداً حاداً.

التداول التكتيكي

- **الاتجاهات الكلية العالمية**

تتمثّل الفكرة العامة وراء إستراتيجية الاتجاهات الكلية العالمية في العثور على استثمارات ضخمة في الأسواق المالية العالمية والتعرّف على فرص التداول السانحة وإجراء عمليات شراء على العملات والمؤشرات العامة.

عُرِفَ صندوق التحوط التابع لجورج سوروس George Soros بإستراتيجياته الكلية العالمية، حيث سعى إلى تحقيق الأرباح من خلال التداول الانتهازي في الأسواق العالمية عبر الرهانات المركزة في فئات الأصول المختلفة، على سبيل المثال، اشتُهِرَ ببيعه على المكشوف لكميات ضخمة من الجنيه الإسترليني في موقفٍ فعّال ضدّ بنك إنجلترا.

- **الإستراتيجيات المنتظمة**

تستخدم الإستراتيجيات المنتظمة النماذج الرياضية لتقييم الأسواق واكتشاف فرص التداول السانحة واستحداث الإشارات واتخاذ القرارات الاستثمارية. ويمكن تصنيف الأنظمة المستخدمة في هذه المجموعة من إستراتيجيات الاستثمار على أنها إما تتّبع الاتجاه السائد في السوق، أي أنّ النماذج تسعى بصورة أساسية إلى تحديد الاتجاهات السائدة في السوق ثم التداول بتلك الاتجاهات، أو هناك إستراتيجيات منتظمة أخرى تبحث، على سبيل المثال، عن التداول في الأسواق بالقيم المتطرفة أو تقوم على تكتيكات بين سوقين أو أكثر مثل المواءمة بين أسعار صرف بعض العملات الرئيسة مثل الين الياباني والدولار الأسترالي وبين الأسهم العالمية.

ويُطلق على الإستراتيجيات المنتظمة في بعض الأحيان اسم إستراتيجيات الصندوق الأسود لأنها تحتوي على مؤشرات للأصول المعنوية وأدوات تحليلية لا يرغب مبتكرو الإستراتيجية في الإفصاح عنها للمستثمرين.

٢-٣ صناديق الملكية الخاصة (Private Equity)

هدف التعلّم

٢-٣-٤ معرفة خصائص صناديق الملكية الخاصة واستخداماتها

تُعَدّ صناديق الملكية الخاصة تمويلاً على المدى المتوسط أو البعيد مقابل حصّة في أسهم الشركات التي من المتوقع أن تحقّق نمواً كبيراً. ويمكن أن تتّخذ أشكالاً عديدةً، من تقديم رأس المال الاستثماري لمشروع ما إلى شراء حصة مسيطرة في الشركة. وتتميز فئة الأصول هذه بسيولة قليلة نسبياً، مع الإفساح في المجال للاستثمار في مجالات النمو القوي وعوائد جذابة محتملة.

وبالنسبة إلى الشركة، يختلف جذب استثمارات الملكية الخاصة تماماً عن الحصول على القروض من المقرضين. إذ يُستَثمَر بها مقابل الحصول على حصّة في الشركة وبالتالي تعتمد عوائد المستثمرين على نمو الشركة وقدرتها على تحقيق الربح. ولذلك، يواجه المستثمر مخاطر فشل الشركة، تماماً مثل حملة الأسهم الآخرين.

تحقّق شركات الملكيّة الخاصة الربح عند نجاح الشركة، حيث يتمثّل العائد الرئيس بصفةٍ عامةٍ في تحقيق أرباح رأسمالية عند الخروج. وقد يتضمن هذا أيًّا من الآتي:

- أن تبيع شركة الملكيّة الخاصة أسهمها مجدّداً إلى إدارة الشركة المُستَثمَر فيها
- أن تبيع شركة الملكيّة الخاصة الأسهم لمستثمرٍ آخر، مثل شركة أخرى من شركات الملكيّة الخاصة
- البيع المباشر، أي بيع أسهم الشركة إلى شركةٍ أخرى
- أن تدرج الشركة أسهمها في سوق المال.

تجمع شركات الملكية الخاصة رؤوس أموالها عن طريق مجموعةٍ متنوّعة من المصادر، لكنها تعتمد بصورةٍ أساسيّة على مؤسّسات الاستثمار الكبيرة التي قد لا تمانع قطّ في وضع أموالها في عهدة شركةٍ من شركات الملكية الخاصة بسبب خبرة هذه الأخيرة في العثور على استثمارات مربحة.

وتستطيع قلّة قليلة من المستثمرين الأفراد أو المؤسّسات تحمُّل مخاطر الاستثمار مباشرةً عن طريق شراء حصصٍ مسيطرة في الشركات بصورة فردية، ويستخدم المستثمرون بدلاً من ذلك أدواتٍ ماليّة مجمَّعة معاً لتنويع المخاطر. وقد درج المستثمرون على تحقيق ذلك عن طريق شركات الاستثمار. لكن مَع تزايد كميّات الأموال المجموعَة للاستثمار في هذه الفئة من الأصول، تغيَّرت أساليب جمع التمويل، وباتت شركات الملكيّة الخاصة تبنى اليوم عادةً بطرقٍ مختلفة أقرب إلى صناديق الاستثمار المشترك التي تركّز على المستثمرين الأفراد، حيث يتم تأسيس هذه الشركات عادةً على أنّها شراكات محدودة تكون الحدود الدنيا للاستثمار فيها مرتفعة. وعلى غرار صناديق التحوّط، فإنها تلتزم عموماً بقيود تتعلّق بمتى يمكن للمستثمر بيع استثماراته بهدف تحقيق الربح.

٢-٤ الاستثمار في الصكوك

هدف التعلّم

٢-٤-٥ معرفة خصائص الاستثمار في الصكوك الإسلامية واستخداماتها

يُعَدّ التمويل الإسلامي المنهجيّة المُتّبعة لتحديد الاستثمارات المقبولة وطرق جمع رأس المال بموجب أحكام الشريعة الإسلامية.

وتشكّل أهمية تقاسم المخاطر باعتبارها جزءاً من جمع رأس المال، وتجنّب الربا (الفائدة)، والغرر (المخاطرة المفرطة أو قلّة اليقين)، عنصراً رئيساً من التمويل الإسلامي. ويُعتبر فرض الفائدة أو تلقّيها أمراً حراماً، ما يعني أنه غير جائز؛ إذ يُعَدّ ربا واستغلالاً، ولذلك، تستبعد استخدام السندات التقليدية بوصفها وسطاً للاستثمار. وعادةً ما تُحرَّم المنتجات المالية التي تكون فيها التفاصيل المتعلّقة بشروط البيع غير معروفة أو غير مؤكدة بموجب أحكام الشريعة الإسلامية. بالتالي، يجب أن تخلو كافة العقود من عامل عدم اليقين والمضاربة، ويتعيَّن أن يكون الأطراف على دراية تامة بشروط عملية التبادل. وعلى وجه خاص، يجب الإفصاح عن هوية مالك السلع.

ويُعد غياب الفائدة في التمويل الإسلامي أحد العوامل الرئيسة التي تُميّز هذا النوع من التمويل عن التمويل التقليدي، غير أن هناك اختلافات رئيسة أخرى حسبما هو موضح أدناه:

- إن التمويل الإسلامي مدعوم بالأصول، ما يعني أن البنك الإسلامي لا ينجز الأعمال التجارية ما لم يتم شراء أصل للسماح بإجراء المعاملة بحسب الشريعة.
- لا يجوز أن يتأتّى مصدر تمويل البنك الإسلامي وأرباحه واستثماراته التجارية من الأعمال التي تُعتبر غير قانونية بحسب الشريعة أو يُستخدَم فيها، على غرار الشركات التي تتعامل بالفائدة، والمقامرة، والأعمال الإباحية، والمضاربة، والتبغ، وغيرها من السلع التي تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- ترتكز الخدمات المصرفية الإسلامية على تمكين المجتمع من تسيير شؤونه المالية بصورة أخلاقية ومسؤولة اجتماعياً. ويجري تشجيع التجارة، وريادة الأعمال، وتقاسم المخاطر، باعتبارها المبادئ المالية التي يقوم عليها التمويل الإسلامي ومنتجات المصارف الإسلامية.

تُحرّم الشريعة الإسلامية دفع الفائدة أو استِلامها، ونتيجةً لذلك، فإنها تستبعد استِخدام السّندات التّقليدية بوصفها وسيلة للاستثمار.

ترتبط السندات الإسلامية أو الصكوك دائماً بالأصول محل التعاقد، سواءً كانت هذه الأصول ملموسةً أو غير ملموسة. يمثّل امتلاك الصكوك مُلكيّة جزئية في الأصول، وبذلك لا تُعَدّ أسهماً ولا سندات؛ بل إنها تُمثّل بدلاً من ذلك بعضاً من كل منها. وهذا يعني أنّ احتساب العائد على الصك الإسلامي يتمّ وفقاً لأداء الأصول أو المشاريع المرتبطة به.

خصائص الصكوك

- تمثل المشاركة في ملكية الشركة المُصدِرة للصكوك.
- يُمثِّل كل سند ملكية للأصل محل التعاقد. ويتحمّل حامل السند، بصفته المالك، المخاطر بالتناسب مع حصّته في هذا الأصل.
- لحملة السندات الحق في الأرباح، كما يمكن أن يتكبّدوا الخسائر أيضاً. ويكون ذلك استناداً إلى طبيعة العقد الإسلامي الأساسي، إذ تشير النزعة السائدة في التمويل الإسلامي إلى ضرورة أن تتناسب الأرباح والخسائر في أي استثمار في الصكوك مع ملكية المستثمر من الأصول.
- لا بدّ من أن يرتبط استحقاق السند بمشروعٍ أو نشاطٍ أساسي.
- لا يُسمح عادةً باستخدام الضمانات المالية في العقود الإسلامية؛ ما يعني أن الاستثمار ليس مضموناً بالنسبة إلى المستثمرين.

حددت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions AAOIFI) فئات مختلفة للصكوك مسموح بها وعدد من التقنيات التي يمكن استخدامها لهيكلة معاملة الصكوك. ويتوقّف نوع الهيكلة على عدّة عوامل، منها طبيعة الأصول محل التعاقد، والضرائب، واعتبارات التنظيم الرقابي، وقاعدة المستثمرين المستهدفة، وآراء علماء الشريعة والفقه الإسلامي الذين يجدر بهم الموافقة على إصدار الصكوك.

وتُعَدّ عقود الإجارة والمرابحة وعقد المضاربة أو الوكالة هياكل الصكوك الأكثر استخداماً في السوق. أما صكوك الإجارة فهي هيكلة الصكوك التقليدية وقد أصبحت النوع الأكثر استخداماً، وبخاصة فيما يتعلّق بالمسائل الدولية، فهي شائعة لأنها بسيطة ومقبولة على نطاق واسع ويستوعب استخدامها كل من المستثمرين التقليديين والمستثمرين في الصكوك، بالإضافة إلى وكالات التصنيف الدولية. فيما يلي مثال واضح على مثل هذه الصكوك.

صكوك الإجارة

- تُعرَّف الإجارة بأنها نقل أحقّيّة استخدام أصل ملموس إلى شخص آخر مقابل دفع قيمة إيجارية.
- ينطوي صك الإجارة على نقل ملكية الأصول الملموسة مثل العقارات، أو الطائرات أو السفن من المُنشئ إلى منشأة ذات أغراض خاصة (Special Purpose Vehicle SPV)- مثل شركة تأسست خصيصاً لهذا الغرض.
- يُصدِر كيان الأغراض الخاصة شهادات صكوك للمستثمرين تمثّل حصص ملكيّة غير مُقسَّمة في هذه الأصول.
- يؤجَّر حينها الأصل مرة أخرى للمُنشئ عبر كيان الأغراض الخاصة لمدة محددة بما يتناسب عادةً مع أجل الشهادات.
- يحق لكل حامل صك استلام الإيجارات الناشئة عن العقد بالتناسب مع حصّة الملكية في الأصل محل التعاقد.
- عند إصدار الصكّ، يدخل المُنشئ في تعهّد بالشراء يجيز لكيان الأغراض الخاصة إلزامه بشراء الأصل عندما يحين موعد الاستحقاق. سيُستخدم المال الذي يتسلّمه كيان الأغراض الخاصة في دفع مستحقّات السداد للمستثمرين بموجب معاملة الصك.

لقد تزايد استخدام الصكوك على نحو كبير في السنوات الأخيرة، وهناك الآن سوقٌ أوليّة نشطة لإصدار السندات وأسواق ثانوية حيث يمكن تداول الصكوك المصدرة، ولا سيّما في الشرق الأوسط. وبالمثل، يتزايد عدد صناديق الاستثمار التي تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية التي تعطي المستثمرين فرصاً للتعرّض لمخاطر الاستثمار في الصكوك وغيرها من الاستثمارات المُتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

أسئلة نهاية الفصل

فكر في إجابة عن كل سؤال من الأسئلة الآتية، ثم عد إلى القسم المناسب للتحقق من صحة إجابتك.

١. **كيف يمكن لتجميع الاستثمارات في صندوق واحد أن يساعد المستثمر الفرد؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-١

٢. **ما الفرق بين صندوق الاستثمار المفتوح وصندوق الاستثمار المغلق؟**
مرجع الإجابة: القسمان ١-٢-١ و ١-٢-٤

٣. **في أيِّ نوعٍ من أنواع أدوات الاستثمار المشترك يرّجح أن تجد مدير الصندوق يتولّى تحديد أسعار العرض والطلب؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٢-٣

٤. **من المالك القانوني للاستِثمارات في صندوق الاستثمار المفتوح؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٢-٣

٥. **ما أوجه الاختلاف بين صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة المرخَّصة وبين صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة من حيث التداول والتسوية؟**
مرجع الإجابة: القسمان ١-٢-٣ و١-٣

٦. **ما هو نوع أداة الاستثمار الجماعي التي يمكن تداولها بسعر أعلى أو أقل من صافي قيمة أصولها (NAV)؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٢-٤

٧. **ما هي طرق المحاكاة الأربعة التي يمكن لصناديق الإدارة السلبية تطبيقها؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٣

٨. **ما هما النوعان الرئيسان للسلع المتداولة في البورصة؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٤

٩. **أيّ نوع من أنواع إستراتيجيات الاستثمار تستفيد كثيراً من عمليات البيع على المكشوف؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢-٢-١

١٠. **ما المصطلح الذي يُستخدَم لوصف الاستثمارات في السندات بموجب الشريعة الإسلامية؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢-٤

الفصل الخامس

علم الاقتصاد والتحليل الاستثماري

١.	علم الاقتصاد الكلي	١٢٥
٢.	المصارف المركزية	١٤٨
٣.	علم الاقتصاد الجزئي	١٥١
٤.	التحليل الإحصائي	١٦٣
٥.	الرياضيّات المالية	١٧١
٦.	التحليل الأساسي والتحليل الفني	١٧٧
٧.	العوائد والنسب المالية	١٨١
٨.	قياس القيمة	١٩١

يتضمن هذا الفصل قرابة ٢١ سؤالاً من أصل ١٠٠ سؤال من أسئلة الاختبار

١- نظريّة الاقتصاد الكلي

على المستشارين في شؤون الاستثمار ومديري الثروات فهم علم الاقتصاد، لأنه يتعيّن عليهم الإلمام بكيفيّة سير الاقتصاد، حيث يُحتمل أن يؤثر ذلك في المشورة المقدمة للعملاء.

ينطوي علم الاقتصاد على دراسة كيفية تصرّف الأفراد والشركات والدول في وجه ندرة الموارد بهدف تلبية احتياجاتهم. ويشير شحّ الموارد إلى القيود الطبيعية المتعلّقة بتوافر الموارد لتلبية الاحتياجات، ويحتّم على الأفراد، والشركات والدول اتخاذ القرارات بشأن أي البضائع والخدمات يمكن شراؤها وتلك التي يجب الاستغناء عنها. لذا، ونظراً لندرة الموارد، يتعيَّن عليهم اتّخاذ قرارات بشأن كيفية توزيع مواردهم. ويهدف علم الاقتصاد بدوره إلى دراسة سبب اتخاذنا لهذه القرارات وكيفية توزيع مواردنا بأكبر قدر من الكفاءة.

يمكن تقسيم علم الاقتصاد إلى فرعين أساسيين:

- **علم الاقتصاد الجزئي** – وكما يوحي اسمه، يدرس علم الاقتصاد الجزئي النظام الاقتصادي من منظور أضيق: أي دراسة القرارات التي يتخذها الأفراد والشركات في سوق معينة.
- **علم الاقتصاد الكلي** – دراسة الاقتصاد من منظور أشمل، وذلك عبر السعي إلى تحديد متغيرات مثل الدخل القومي ومعدل البطالة والتضخم عن طريق مراكمة الأثر الناتج عن هذه القرارات على الأسواق الفردية في الاقتصاد الجزئي. ويمكن النظر إلى هذه على أنها البيئة الاقتصادية التي نعيش فيها جميعاً وحيث تعمل الأسواق المالية.

كان آدم سميث، وهو اقتصاديّ وفيلسوف من القرن الثامن عشر يُعرف بـ"أبي الاقتصاد"، قد صنّف الموارد إلى ثلاثة أنواع رئيسة: الأرض والعمل ورأس المال.

وفي النظرية الاقتصادية الحديثة، التي يشار إليها أحياناً باسم مدرسة الاقتصاد الكلاسيكي الحديث، أضيف عامل إنتاج رابع إلى القائمة: الأعمال (تُدعى أيضاً بالتنظيم). وفي هذا توكيدٌ على أهمية الدور الجوهري الذي ينهض به رواد الأعمال في جمع الموارد الثلاثة السابقة معاً في أعمال منتِجة وتولد الثروة.

ويتجلى دور علم الاقتصاد في قياس النمو الاقتصادي وتعزيزه بما يؤدِّي إلى زيادة معدلات السعادة والرفاه الاجتماعي (نظرياً).

من المهم للمرشحين أن يظلوا على اطلاع دائم بالشؤون الجارية مثل التضخم وأسعار الفائدة والسياسات النقدية والمالية، إلى جانب الأحداث العالمية وتداعياتها. إذ تؤثر المؤشرات الاقتصادية والتطورات الجيوسياسية وقرارات البنوك المركزية بشكل مباشر في ديناميات السوق وتشكل النماذج الاقتصادية. ومن خلال البقاء على اطلاع، يمكن للمرشحين استخدام هذه المعرفة لوضع الأطر النظرية في سياقها وتوقع تحركات السوق التي من شأنها أن تدفع إلى اتخاذ قرارات استثمارية عارفة.

١-١ الدخل القومي

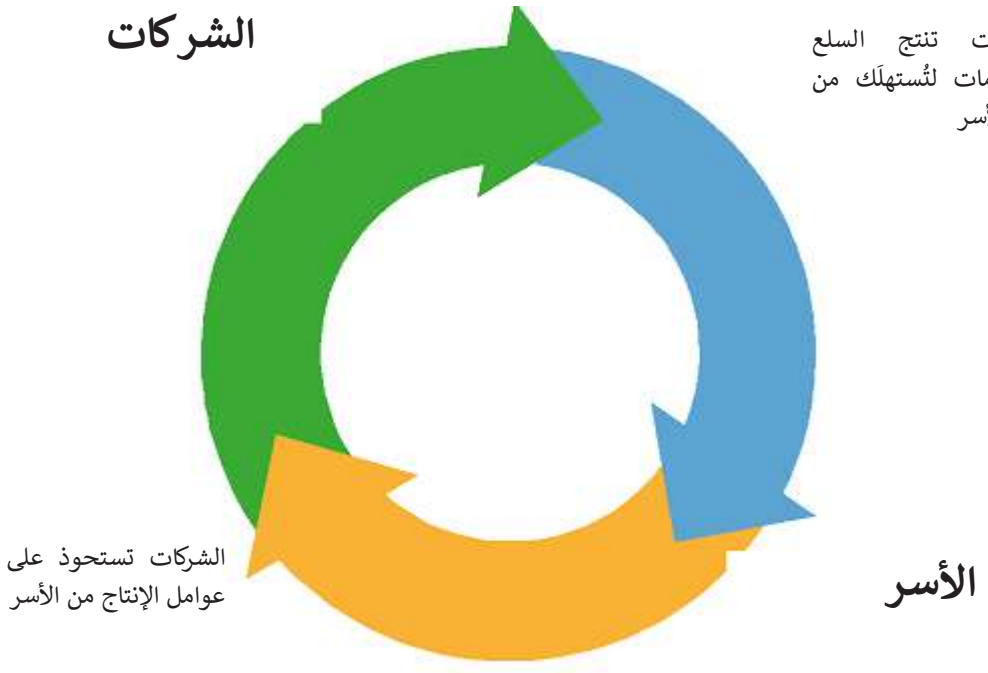
هدف التعلّم	
١-١-٥	معرفة طريقة تحديد الدخل القومي ومكوناته وقياسه في كلٍّ من الأنظمة الاقتصادية المفتوحة والمغلقة: الناتج المحلي الإجمالي؛ الناتج القومي الإجمالي

من الركائز الأساسية لعلم الاقتصاد الكلي، من منظور النشاط الاقتصادي العام، الفكرة القائلة بوجود تدفق دائري ينتج عن العلاقة بين الطرفين الفاعلين أو العاملين الأساسيين في الاقتصاد: الأسر والشركات.

١. **الأسر** - تضم، بمعناها الواسع، أصحاب عوامل الإنتاج ومساهمتهم في العملية الاقتصادية عبر عملهم واستخدام الأرض والموارد ورأس المال التي تشكل جزءاً من ثروة مشتركة
٢. **الشركات** - الكيانات التي تنشأ عن مجموع الموارد الأساسية الثلاثة (الأرض والعمل ورأس المال) ودمجها عبر منشأة أو منظمة.

يمكن النظر إلى المنظور الأول لهذين العاملين كما هو موضح في الرسم التخطيطي أدناه وبما يسمى دورة الإنتاج.

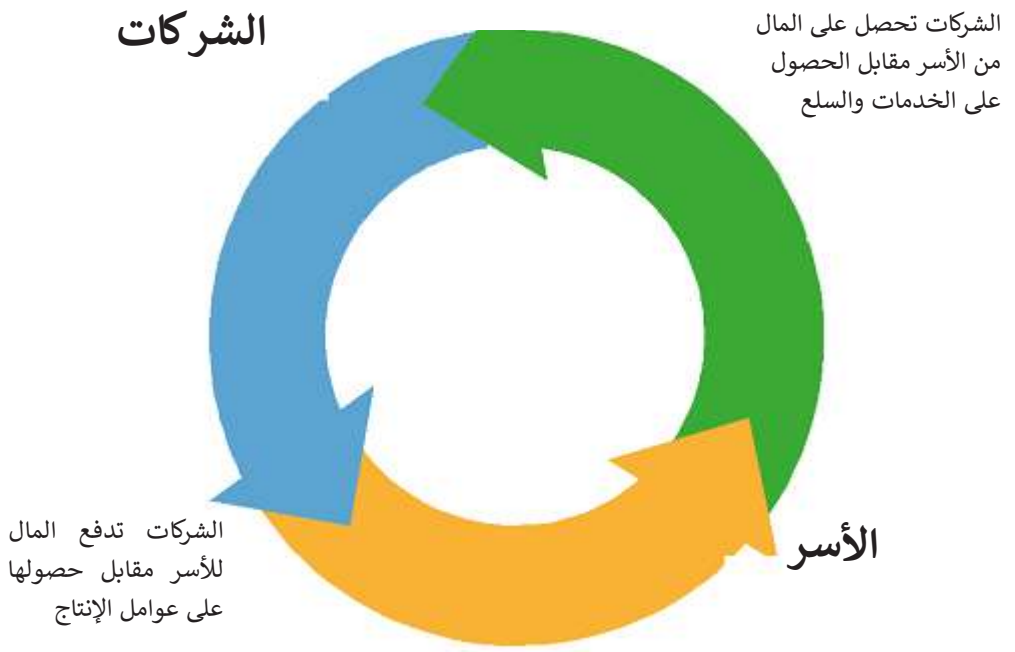
دورة الإنتاج أو مخرجات الإنتاج



كما يتضح من الرسم البياني، هناك تدفق مستمر من الأسر التي توفر الموارد والطلب عليها من الشركات. وينتج عن هذا ما يمكن تسميته دورة الإنتاج الاقتصادية.

ومن منظور آخر لا يختلف كثيراً عن المنظور الأول، فهو تدفق دائري في الاتجاه المعاكس يوضح تدفق الأموال عبر النظام حيث يشتري المستهلكون أو الأسر السلع والخدمات (الإنفاق) من الشركات. بعد ذلك، تستخدم الشركات هذا الدخل أو الإيراد لدفع أجور العمالة وشراء الموارد أو عوامل الانتاج من الأسر. وهذا ما يمكن تسميته دورة الدخل و/أو الإنفاق.

دورة الدخل والإنفاق

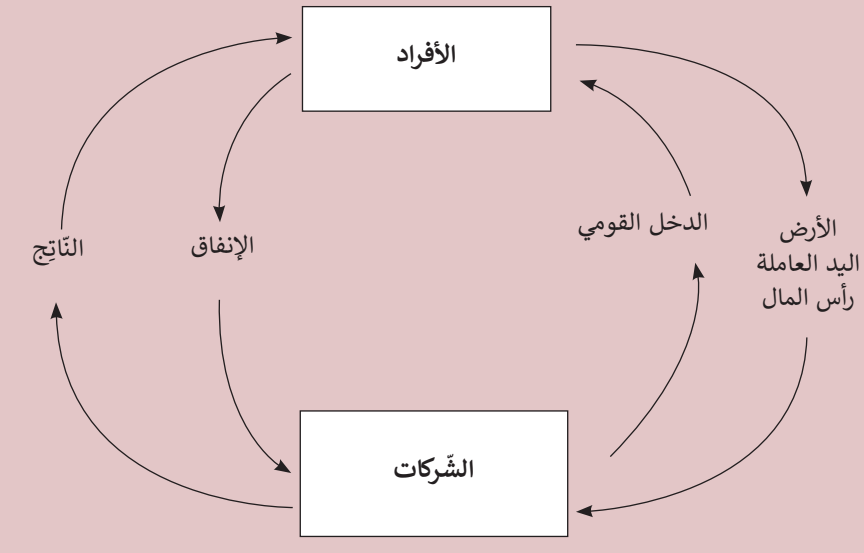


١-١-١ الدخل القومي والناتج المحلي الإجمالي

الناتج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Product GDP) هو قياس لناتج الدولة ككل ويُعَدّ مؤشراً على صحة الاقتصاد يتمّ ترقّبه على نطاق واسع.

ويُشتقُّ من التدفق الدائري للدخل، كما يُظهر النموذج المبسّط التالي.

النموذج المبسّط للاقتصاد



ويمكن في هذا النموذج المُبسَّط للاقتصاد قياس النشاط الاقتصادي باستخدام إحدى الطرق الثلاث التالية:

- إجمالي دخل الأفراد من الشركات
- إجمالي إنفاق الأفراد على منتجات الشركات، أو
- القيمة الإجمالية لإجمالي إنتاج الشركات.

لا بدّ أن يؤول كل مقياس إلى النتيجة ذاتها في هذا النموذج المبسّط للاقتصاد. لكن في ظلّ تطوّر الاقتصاد انطلاقاً من مجتمعات زراعية بسيطة قائمة على المقايضة، إلى أخرى مرتكزة على الصناعة، وصولاً في نهاية المطاف إلى اقتصادات خدمية أو مجتمعات ما بعد الصناعية بنظم نقدية ومالية متطورة، يصبح هذا النموذج المبسّط للاقتصاد أكثر تعقيداً.

وتأتي مثل هذه التعقيدات نتيجة أيٍّ مما يأتي:

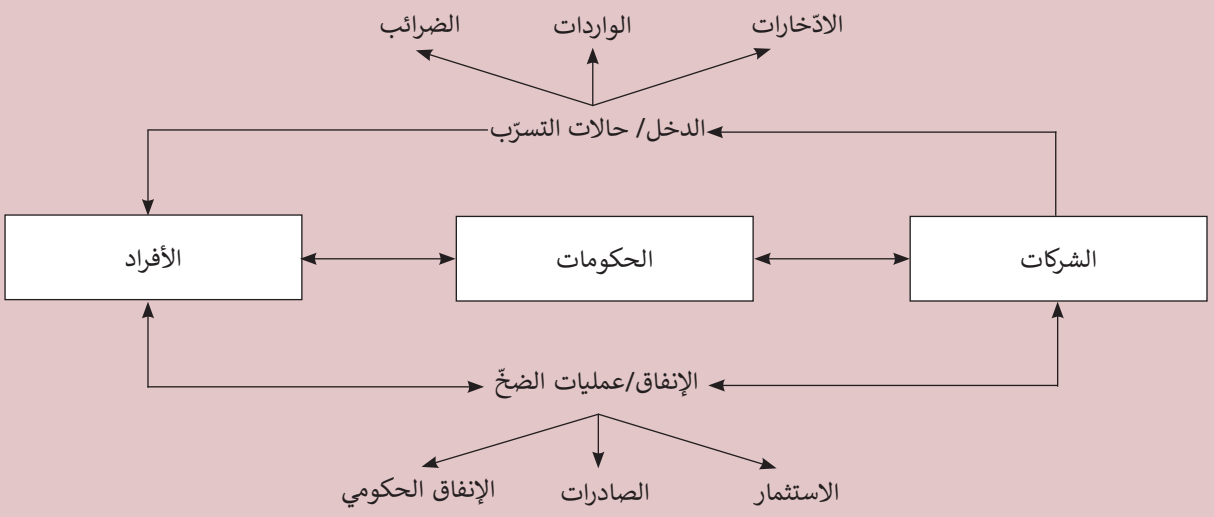
- ادّخار الأفراد جزءاً من مداخيلهم لإنفاقها في المستقبل
- استثمار الأسواق المالية هذه المدخرات في معدات الإنتاج الجديدة والبديلة في الشركات للإنتاج المستقبلي
- القرارات المتعلقة بالإنفاق الحكومي والنظام الضريبي
- تشكيل التجارة الدولية عنصراً رئيساً من النظام الاقتصادي.

ونتيجةً لذلك، يصبح التدفق الدائري خاضعاً لما يلي:

- عمليات الضخّ المتّخذة شكل استثمارات تجارية ونفقات حكومية وصادرات الشركات إلى اقتصادات في الخارج
- حالات التسرب المتّخذة شكل ادّخارات، وضرائب، وسلع وخدمات مستوردة.

فضلاً عن أنه وسط المشاركة في التجارة الدولية، يصبح الاقتصاد المغلق (أي ذلك الاقتصاد الذي يغيب فيه النشاط التداوليّ مع اقتصادات خارجية) **اقتصاداً مفتوحاً** (أي اقتصاداً يجري فيه تداول نسبة مئوية كبيرة من سلعه وخدماته عالمياً). ويبيّن المخطط الوارد أدناه كيف يصبح النموذج المبسّط الموضح أعلاه أكثر تعقيداً بعد أخذ هذه العوامل في الاعتبار.

التدفّق الدائري للدخل



على صعيد وطني، يُقاس النشاط الاقتصادي في إطار التدفق الدائري بحسابات الدخل القومي على أساس إمّا الدخل، أو الإنفاق، أو الإنتاج، ويُحدّد ذلك من حيث الناتج المحلي الإجمالي أو **الناتج القومي الإجمالي (أو الدخل الإجمالي القومي)**

١-٢ الناتج المحلي الإجمالي (GDP) والناتج القومي الإجمالي (GNP)

١-٢-١ الناتج المحلي الإجمالي (GDP)

يقيس الناتج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Product GDP) القيمة السوقية الكلّيّة لجميع السلع والخدمات النهائية المنتجة محلياً خلال سنة تقويمية واحدة. ويُقصد بالقيمة السوقية قيمة المخرجات بالأسعار الجارية مُتضمّنة الضرائب غير المباشرة، مثل ضريبة القيمة المضافة.

وبعبارة أخرى، فإن الناتج المحلي الإجمالي هو مقياس للمخرج النهائي لاقتصاد دولة ما، في حين يُعرّف المخرج النهائي على أنه قيمة السلع والخدمات التي يشتريها المستخدم النهائي. وبالتالي، فهو يقدّمُ مؤشراً لمستوى النشاط الاقتصادي الجاري ضمن بلد ما.

يجب أن يُنشر هذا المقياس في صيغتين: النسبة المئوية للتغير خلال الربع المرجعي الأخير مقارنة بالربع سنة السابق له (لمراقبة التغيرات قصيرة الأمد) وكذلك النسبة المئوية للتغير مقارنة مع الربع ذاته من العام السابق (لتحديد النمو أو الانخفاض من سنة لأخرى).

تُعدّ الإحصاءات التي تقيس النمو من عام لآخر الأداة الأكثر أهمية في تقييم الاتجاه العام للبيانات، في حين يركز أولئك الذين يبحثون عن أوجه التحسن والتدهور في الاتجاه العام على التغيرات من ربع إلى آخر. ومن المهم، عند تحليل هذه المجموعة من البيانات، فهم أن الناتج المحلي الإجمالي يُعَدّ مؤشراً متأخراً لاحقاً للنمو وليس سابقاً له، حيث يستغرق تجميعه وقتاً ويخضع في كثير من الأحيان لمراجعات، عندما تتوفر معلومات أحدث. نتيجة ذلك، قد يرغب بعض المراقبين في إيلاء المزيد من الاهتمام لدراسة الاتجاه العام بدلاً من الأرقام المطلقة.

والسبب الذي يجعل الناتج المحلي الإجمالي ناتجاً إجمالياً أنه يُحسب قبل مراعاة تآكل قيمة رأس المال في الاقتصاد. ببساطة، يمكن اعتبار الموجودات الرأسمالية بمثابة المصنع والمعدات والأصول الأخرى المستخدمة في الإنتاج داخل الاقتصاد، أما الإهلاك فهو التآكل التدريجي لقيمة هذه الموجودات إثر الإهلاك المادي أو التقادم أو التغيرات في الطلب.

والطريقة الأكثر شيوعاً لاحتساب الناتج المحلي الإجمالي هي عن طريق الإنفاق. حيث يُحسَب الناتج المحلي الإجمالي باستخدام المعادلة الآتية:

الناتج المحلي الإجمالي GDP = الاستهلاك + الاستثمار + الإنفاق الحكومي + (الصادرات - الواردات)

وغالبا ما تُختصر المعادلة إلى GDP = C + I + G + (X - M) حيث يُعرّف كل مكون على النحو الآتي:

- **الاستهلاك (C)** - يمثل الإنفاق الشخصي للأسر على السلع والخدمات، مثل الغذاء والإيجار والخدمات العامّة.
- **الاستثمار (I)** - يمثل إنفاق الشركات والأفراد لاستثمار رأس المال.
- **الإنفاق الحكومي (G)** - مجموع الإنفاق الحكومي على السلع والوظائف في القطاع العام.
- **الصادرات (X)** - المقصود بها كمية السلع المُنتجة للتصدير إلى بلدان أخرى.
- **الواردات (M)** - قيمة السلع والخدمات المُستوردة من بلدان أخرى.

١-٢-٢ الناتج القومي الإجمالي (GNP)

يقيس الناتج المحلي الإجمالي والقومي الإجمالي على السواء القيمة السوقية لجميع السلع والخدمات التي تُنتج من أجل البيع النهائي في اقتصادٍ ما. ولكن، ما يُميّز الناتج المحلي الإجمالي عن الناتج القومي الإجمالي (Gross National Product GNP) أن الأول يقيس مستويات الإنتاج المحلية، في حين أن الأخير يتضمّن أيضاً المساهمة التي يساهم بها المواطنون- أي الشركات والأفراد على حد سواء- المقيمون في الخارج طوال السنة التقويمية في التدفق الدائري للاقتصاد. وتُعرَف هذه المساهمة باسم صافي دخل المُلكيّة وتشتمل على الأجور والأرباح والفوائد وتوزيعات أرباح الأسهم.

ووفقاً للظروف، يمكن أن يفوق إجمالي الناتج القومي للبلد ناتجه المحلي أو يأتي دونه على حدّ سواء. فإجمالي الناتج القومي للولايات المتّحدة مثلاً أعلى من ناتجها المحلي نظراً للإنتاج الضخم الناشئ من أصول مملوكة للولايات المتحدة خارج حدودها الجغرافية (على سبيل المثال، من قبل الشركات التابعة للشركات الأمريكية).

مثال

إذا أنتجت شركة يابانية متعددة الجنسيات سيارات داخل المملكة المتحدة، فحينها يُحسب هذا الإنتاج ضمن إجمالي الناتج المحلي البريطاني. لكن، في حال دفعت هذه الشركة لمساهميها في اليابان توزيعات أرباح بقيمة ٥٠ مليون جنيه إسترليني، تُطرح تدفقات الأرباح إلى الخارج هذه من إجمالي الناتج القومي؛ فلا يستفيد المواطنون البريطانيون من الأرباح التي جرى تحويلها إلى اليابان.

ونظراً إلى أنّ العديد من الدول تمتلك الكثير من الاستثمارات الخارجية ومواطنيها يعملون في الخارج، فقد تناقص استخدام مقياس الناتج القومي الإجمالي اليوم، في حين أصبح الناتج المحلي الإجمالي المعيار الأكثر استخداماً لقياس النشاط الاقتصادي.

٣-٢-١ استخدامات مقاييس الناتج المحلي الإجمالي وأوجه قصورها

تنبع أهميةُ مقياس الناتج المحلي الإجمالي من كونه يوفِّر معلوماتٍ عن أداء الاقتصاد المحلي. فغالبًا ما يُستخدم معدَّل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بوصفه مؤشِّرًا على الوضع العام للاقتصاد وسلامته.

يوفِّر الناتجُ المحلي الإجمالي معلوماتٍ عن حجم الاقتصاد وسلامة أدائه، لكن نظرًا لأن هذا المقياس يُحسب وفقًا للأسعار الجارية، أو الأسعار الاسمية، فلا يمكنك استخدامه للمقارنة بين المدد الزمنية المختلفة من دون تعديله لمراعاة عامل التضخم. فالرقم المعدَّل يمثِّل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ويعبِّر عن قيمته الاسمية المعدَّلة لمراعاة التضخم باستخدام أداةٍ إحصائية تُعرف باسم معامل انكماش السعر أو معامل انكماش الناتج المحلي الإجمالي.

بتقسيم الناتج المحلي الإجمالي على عدد السكان، نحصل على الناتج المحلي الإجمالي لكل فرد (أو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي). يستخدم نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى نمو الناتج المحلي الإجمالي بين عام وآخر- الذي يعرف عادةً باسم النمو الاقتصادي- بوصفهما مقياسين للازدهار الاقتصادي القومي (أو مستوى المعيشة). لكن بسبب احتساب الناتج المحلي الإجمالي والناتج القومي الإجمالي حسب أسعار السوق، أو بالقيم الاسمية، يُعبّر عن النمو الاقتصادي بالقيمة الحقيقيّة دائماً، في حين يُحسَب الفرق بين الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والاسمي بواسطة مقياس للتضخم على نطاق واسع يُعرَف باسم معامل انكماش الناتج المحلي الإجمالي.

لكنّ استخدام النمو الاقتصادي كمعيار للازدهار القومي أو مستوى المعيشة له أوجه قصور كبيرة:

- قد تُفيد آثار النمو الاقتصادي شريحةً ضيقةً فقط من المجتمع وليس المجتمع ككل، وذلك بحسب تركيبة الناتج المحلي الإجمالي وتوزيعه.
- يعكسُ الناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي النمو الاقتصادي، جوانب النشاط الاقتصادي القابلة للقياس فقط. لذا، يفشل كلاهما في أخذ ما يأتي في الاعتبار:
  - الآثار الجانبية غير المرغوب فيها للنشاط الاقتصادي، مثل التلوث والازدحام.
  - الإنتاج غير القابل للتسويق مثل الاقتصاد القائم على التشغيل الذاتي.
  - القيمة غير الموضوعية التي تُنسب إلى الأنشطة الترفيهية
  - النشاط الاقتصادي الذي يسمى اقتصاد الظل، حيث لا توجد سِجِلّات رسمية لبعض الأنشطة وذلك نتيجة للتهرب من دفع الضرائب.

يضاف إلى أوجه القصور هذه بكل بساطة حجم تعقيد جمع البيانات والوقت اللازم للقيام بذلك، حيثُ تجري مراجعة أرقام الناتج المحلي الإجمالي المسجَّلة بصورة مُستمرّة بالاتجاهين صعوداً وهبوطاً نظراً للفروق الزمنية الحاصلة عند جمع هذه البيانات.

٣-١ الدورة الاقتصادية

هدف التعلّم

٥-١-٢ معرفة مراحل الدورة الاقتصادية

هناك العديد من المصادر التي يمكن أن ينتج عنها النمو الاقتصادي، لكن يعتمد معدل النمو المستدام (أو معدل اتجاه النمو الاقتصادي) على المدى البعيد على العوامل الآتية::

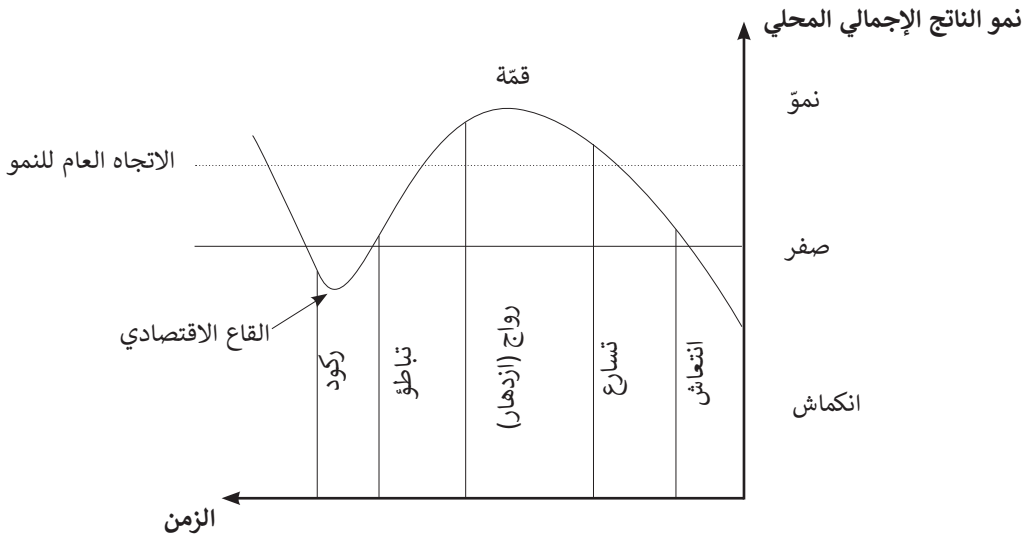
- نمو القوى العاملة وإنتاجيتها
- معدل توجيه المُدّخرات المحلية في النظام الاقتصادي ومعدل جذب رؤوس الأموال من الخارج إلى قنوات الاستثمار من خلال التكنولوجيا الحديثة والمبتكرة، مع استبدال معدات الإنتاج القديمة
- مدى صيانة البنية التحتية للاقتصاد وتطويرها لمواكبة الاحتياجات المتزايدة في ميادين النقل والاتصالات والطاقة.

٥

يحدد معدل اتّجاه النمو الاقتصادي أيضاً **مستوى الناتج المحتمل** للاقتصاد أو مستوى التوظيف الكامل للناتج (أي المستوى الذي يمكن للاقتصاد إنتاجه عندما يتم توظيف موارده كاملة على نحو منتج وفاعل).

عندما يفوق نمو الاقتصاد معدل النمو الخاص به حيث يتجاوز الناتجُ الفعليُّ الناتجَ المحتمل، وغالباً ما يترافق ذلك مع عواقب تضخمية. لكن عندما ينكمش الناتج الاقتصادي (أي إذا تباطأ معدل النمو الاقتصادي وإذا تحوَّل إلى معدل سلبي لمدة ربعين متتاليين على الأقل من السنة) يقال إن الاقتصاد في حالة ركود، أو يدخل في مرحلة انكماش، ما يؤدي إلى وجود طاقة إنتاجية فائضة وارتفاع معدّل **البطالة**. من المنظور الإحصائي، يوصف معدل النمو حسب الآتي: إما فوق الـ٠٫٥= نمو (وحتى إذا كان يتباطأ، فما دام أعلى من ٠٫٥، فإن هناك نمواً في ذلك الربع)، أو تحت الـ٠٫٥، وفي هذه الحالة يشير إلى أنّه ينكمش.

وبفضل حقيقة أن النمو الفعلي يتقلّب وينحرف عن اتجاه النمو على المدى القصير، تنشأ **الدورة الاقتصادية** (أو دورة التجارة).



تصف الدورات الاقتصادية المسار الذي يأخذه أي اقتصاد تقليدياً، وعادة ما يكون ذلك على مدى مدة زمنية تتراوح بين سبع إلى عشر سنوات، حيث يتأرجح النمو الاقتصادي بطريقة دورية. ويُقاس طول دورة ما إما بين نقاط الذروة (القمم) الاقتصادية المتعاقبة أو بين نقاط القيعان المتعاقبة. وعلى الرغم من أن الدورات تفترض عادة وجود نمط "انتعاش ثم تسارع ثم ازدهار ثم تضخم ثم تباطؤ ثم ركود"، إلا أنه في واقع الأمر من الصعب تحديد متى تنتهي إحدى المراحل بالضبط ومتى تبدأ الأخرى فعلياً لتحديد مدة كل مرحلة.

يمكن أن تختلف مدة وخصائص الدورات الاقتصادية اختلافاً واسعاً لأنها تتأثر بعوامل مختلفة (على سبيل المثال، السياسات المالية والنقدية، والتقدم التكنولوجي، والأحداث الجيوسياسية، والتحولات في ثقة المستهلكين والمستثمرين). على سبيل المثال، امتدت الدورة الاقتصادية التي أعقبت الأزمة المالية العالمية لأكثر من عقد من الزمان، مدفوعة بعوامل مثل السياسة النقدية التيسيرية (على سبيل المثال، أسعار الفائدة المنخفضة) وتدابير التحفيز المالي (على سبيل المثال، التخفيضات الضريبية). توقفت هذه الفترة الممتدة من النمو فجأة مع ظهور جائحة كوفيد-١٩ في عام ٢٠٢٠، مما أدى إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي في جميع أنحاء العالم.

يصف المخطّط البياني النظرة التقليدية للدورة الاقتصادية، لكن، وكما ورد أعلاه، فإنها لا تتبع دائماً ذلك النمط بدقّة تامّة.

بالنسبة للاستثمار، هناك ترابط وطيد بين علم الاقتصاد والاستثمار، ويتأثّر أداء مختلف قطاعات الاقتصاد على نحو كبير بالعوامل الاقتصادية، لا سيما من حيث الوضع الاقتصادي الحالي لاقتصاد ما ضمن سياق الدورة الاقتصادية. على سبيل المثال، يمكن للتحولات في أسعار الفائدة أن تؤثر على جاذبية الأصول مثل السندات؛ وتؤثر التقلبات في أنماط الإنفاق الاستهلاكي بشكل مباشر على الصناعات مثل تجارة التجزئة والضيافة والترفيه؛ ويمكن أن تؤثر التغيرات في أسعار السلع الأساسية (بسبب النمو الاقتصادي أو الانكماش) بشكل كبير على الشركات العاملة في استخراج الموارد وإنتاجها.

ونتيجة لذلك، يتبع معظم مدراء الاستثمار نهجاً عالمياً في الاستثمار، ينطوي على الحد من التعرض لتلك الاقتصادات المتباطئة النمو واللجوء إلى تلك الاقتصادات حول العالم التي تشهد نمواً، أو التي لا تنكمش كثيراً في أوقات الركود أو التباطؤ الاقتصادي العالمي. وغالباً ما يكون هناك ما يسمّى بعامل التأثير المتأخر بين الاقتصاد وأسواق الاستثمار، (فعلى سبيل المثال، قد تستأنف أسواق الأصول نموها وتتعافى في بعض الأحيان قبل حدوث الانتعاش الفعلي في الاقتصاد وذلك بفضل التوقعات المستقبلية). وبالتالي، هذا هو السبب في الإشارة إلى أسواق الاستثمار على أنها أسواق "تطلعية" بناءً على التوقعات. وإذا لم تتحقق تلك التوقعات أو تغيرت، فإن أسواق الاستثمار تتفاعل مع هذه التغييرات.

١-٤ ميزان المدفوعات والتجارة الدولية

هدف التعلّم

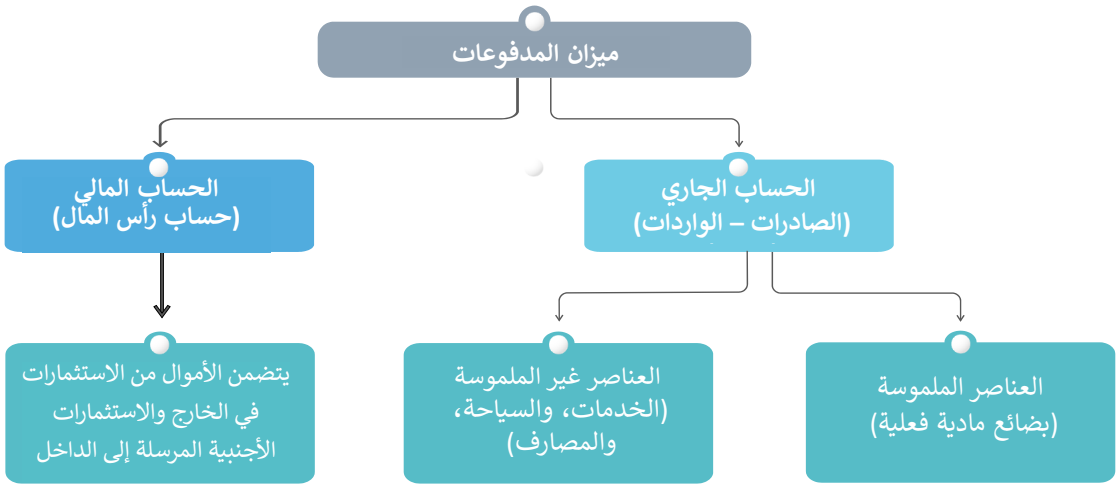
٣-١-٥ معرفة تركيبة ميزان المدفوعات والعوامل الكامنة وراء التجارة الدولية وتدفُّقات رؤوس الأموال الدولية والفوائد الناتجة عنها: الحساب الجاري؛ الواردات؛ الصادرات

يقيس **ميزان المدفوعات** في أيِّ اقتصاد المدفوعات المتبادلة بين تلك الدولة والدول الأخرى. إذ يلخِّص جميع المعاملات الاقتصادية التي تجري بينها وبين بقية دول العالم، وذلك على مدار سنة تقويمية واحدة عادةً، ويتكوَّن من صادرات الدولة وارداتها من السِّلع والخدمات وتحويلات رؤوس الأموال. ويساوي جميع الدفعات المالية المستلمة والأموال المترتبة على الأطراف في الخارج مطروحًا منها جميع الدفعات المالية والديون المستحقة للأشخاص في الخارج.

يقاس ميزان المدفوعات باستخدام الحسابات الآتية:

- الحساب الجاري (التدفقات قصيرة الأجل) و
- حساب رأس المال (المعاملات طويلة الأجل).

١-٤-١ الحساب الجاري وحساب رأس المال



الحساب الجاري

يُستخدم الحساب الجاري لحساب قيمة السِّلع والخدمات التي تتدفق من بلدٍ ما وإليه على المدى القصير. وتنقسم هذه عادةً إلى عناصر ملموسة (على سبيل المثال، تلك الناتجة عن تجارة المواد الخام والسِّلع المصنَّعة) وعناصر غير ملموسة (على سبيل المثال، تلك التي تنشأ عن الخدمات كالمصرفية أو المالية أو السياحة). بعبارة أخرى:

- الميزان التجاري المرئي هو الفرق بين قيمة السلع المستوردة والمصدرة.
- الميزان التجاري غير المرئي هو الفرق بين قيمة الخدمات المستوردة والمصدرة.

وتضاف إلى هذه الأرقام إيرادات أخرى مثل توزيعات الأرباح من الأصول في الخارج والتحويلات المالية المرسلة من المواطنين العاملين في الخارج.

توفِّر نتائجُ العمليات الحسابية على الحساب الجاري تفاصيلَ عن الميزان التجاري لبلد ما مع بقية بلدان العالم. وإذا كانت أيُّ دولة تعاني من عجزٍ في الميزان التجاري في أحد هذين المجالين أو كليهما، فإنها تستورد أكثر مما تصدِّر إلى الخارج، أما إذا كان لديها فائضٌ في الميزان التجاري، فإنها تصدِّر أكثر مما تستورد.

في العادة، يُعدُّ الحسابُ الجاري أهمَّ عناصر الميزان التجاري، لأنَّ له تأثيرًا أكبر على العوامل الاقتصادية الأخرى مثل الناتج الاقتصادي والعمالة.

حساب رأس المال

يمثِّل حسابُ رأس المال سجلًا لمعاملات رأس المال الدولية المتعلّقة بالاستثمار في الأعمال التجارية والعقارات والسندات والأسهم. ويشمل ذلك المعاملات المتعلّقة بملكية الأصول الثابتة وشراء الأصول الاستثمارية المحلية والأجنبية وبيعها. وتُقسم هذه عادةً إلى فئات، منها:

- الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) كأن تشتري شركةٌ من الخارج مصنعًا جديدًا أو شركةً موجودة أصلًا
- الاستثمار عن طريق المحافظ الاستثمارية مثل التداول في الأسهم والسندات و
- الاستثمارات الأخرى مثل معاملات الصرف الأجنبي والودائع المصرفية.

ولكي "يتوازن" ميزانُ المدفوعات، يجب أن يتساوى الحسابُ الجاري مع حسابِ رأس المال مضافًا إليه أو مطروحًا منه عنصر تسوية - يُستخدم لتصحيح الكثير من الأخطاء الناتجة عند حساب ميزان المدفوعات – ومضافًا إليه أو مطروحًا منه أي تغيير في احتياطيات البنك المركزي من العملات الأجنبية. فعلى سبيل المثال، إذا حصل لدى الدولة عجزٌ في الحساب الجاري نتيجة تفوُّق قيمة وارداتها من السِّلع والخدمات على قيمة صادراتها، فينبغي أن يقابله تدفقٌ صافٍ لرأس المال من الخارج، مع مراعاة أيِّ أخطاء في القياس وأيِّ تدخل من قِبل البنك المركزي في سوق العملات الأجنبية.

يرتبط موضوع ميزان المدفوعات ارتباطًا وثيقًا بالتجارة الدولية وأسعار الصرف الأجنبي والقدرة التنافسية على الصعيد الدولي.

١-٤-٢ أسعار الصرف

يُؤثِّر سعر الصرف لبلد ما بشكلٍ أساسي في ميزان مدفوعاته.

ويُعرَّف سعر الصرف بأنه سعر تداول عملة مقابل أخرى في سوق الصرف الأجنبي. وعلى غرار معظم المعدّلات الأخرى في علم الاقتصاد، يمثّل سعر الصرف في الأساس سعرًا: أي المبلغ الذي ينبغي التخلي عنه لكسب شيء آخر، وهو في هذه الحالة عملة أخرى. لذا، فإن سعر الصرف هو السعر الذي سيُدفع بإحدى العملات لشراء عملة أخرى.

يُحدَّد سعر الصرف طبقاً للعرض والطلب، ونستعرضُ فيما يلي بعض العوامل التي تؤثّر في ذلك:

- **الآفاق الاقتصادية** – صحة الاقتصاد المتوقعة عموماً.
- **التضخم** - إذا كان مستوى التضخم في دولة ما أقل من غيرها من الدول، تتحسّن القدرة التنافسية للصادرات، ويزداد الطلب على عملتها، ما يؤدّي إلى ارتفاع قيمة العملة، وهذا سيخفّض القدرة التنافسية للبضائع المُستوردة.
- **أسعار الفائدة** - إذا ارتفعت أسعار الفائدة في بلد بالنسبة إلى بلدان أخرى، فسوف تصبح تلك العملة جذّابة للمستثمرين الذين يسعون وراء تحقيق عوائد أعلى، وعليه يزداد الطلب على تلك العملة ويرتفع سعر صرفها مقابل العملات الأخرى.
- **التغير في القدرة التنافسية** - يؤدّي ازدياد جاذبية صادرات دولة ما وقدرتها التنافسية إلى ارتفاع قيمة سعر الصرف.
- **ميزان المدفوعات** - يؤدّي تجاوز الواردات حجم الصادرات إلى عجزٍ في الحساب الجاري يستلزم تمويله بفائض حساب رأس المال. وإذا أخفقت دولة في جذب تدفقات كافية من رؤوس الأموال إلى داخلها، عندها تتدهور قيمة العملة.
- **المضاربة** - يمكن أن يؤدّي نشاط المضاربة في أسواق الصرف الأجنبي إلى ارتفاع معدلات الصرف أو انخفاضها.
- **القوة النسبية للعملات الأخرى**.

نظرية تعادل القوة الشرائية (PPP)

تنصّ هذه النظرية على أنّ سعر الصرف بين عملة وأخرى في حالة توازن عندما تكون القدرة الشرائية المحلية لهاتين العمليتن عند ذلك السعر متكافئة. يعني هذا، بعبارة أخرى، أن تكلفة سلة من السلع ستكون متكافئة من حيث القيمة في كلتا الدولتين لدى الأخذ في الاعتبار سعر الصرف. نظرياً، ليست فوارق الأسعار بين الدول قابلة للاستمرار على المدى الطويل، حيث ستعادل قوى السوق الأسعار بين الدول وتغيّر بموجب ذلك أسعار الصرف.

تُحدَّد أسعار الصَّرف باستخدام إما نظام سعر الصرف الثابت أو نظام سعر الصرف المتغيّر.

نظام سعر الصرف الثابت ونظام سعر الصرف المتغيّر	
نظام سعر الصرف الثابت	• في نظام سعر الصرف الثابت، يكون سعر الصرف ثابتاً (أو مربوطاً) إزاء عملة أخرى مثل الدولار الأميركي. • للحفاظ على سعر صرف ثابت، يجب أن تمتلك الحكومة احتياطيات كبيرة من العملات الأجنبية؛ إذ إنها ستحتاج إلى التدخل بفعالية في الأسواق لإبقائها عند سعر ثابت.
نظام سعر الصرف المتغيّر	• في نظام سعر الصرف المتغيّر، من الممكن أن تتغيّر أسعار إحدى العملات بحرية في الأسواق وأن ترسو عند مستوى محدّد. • على أرض الواقع، يُدار كثيرٌ من عملات العالم بموجب نظام سعر الصرف العائم المُدار، إذ تتدخل البنوك المركزية من حينٍ لآخر في سوق الصرف الأجنبي للتأثير في سعر الصرف، وذلك من أجل التأثير في الميزان التجاري أو الاقتصاد المحلي عبر جعل الصادرات أكثر قدرةً على المنافسة ورفع تكلفة الواردات، أو العكس.

يمكن أن يكون للتغيّرات في سعر الصرف تأثير كبير في الاقتصاد.

يعني ارتفاع سعر العملة ارتفاع قيمتها مقابل عُملة أجنبيّة. وتتمثّل آثار ارتفاع سعر الصرف بالآتي:

- تصبح الصادرات أكثر تكلفة، وبالتالي سَيُصَدَّر عدد أقل من السلع
- تصبح الواردات أقلّ ثمناً، لذا يزداد الطلب عليها
- ينخفض **حجم الطلب الكلّي**، ما يؤدي إلى تراجع مستويات النمو
- يتراجع التضخم بسبب تأثير انخفاض أسعار البضائع المستوردة، وتراجع الطلب الكلي، وتراجع التضخم الناتج عن ارتفاع الطلب (يُنظر القسم ١-٥-٢ من هذا الفصل).

كما يُحتمل أن تتآكل قيمة العملة بصورة نسبيّة. يُشار إلى هذا في نظام سعر الصرف المتغيّر على أنه "تآكل قيمة العملة" (depreciation)، وفي نظام سعر الصرف الثابت على أنه "تخفيض قيمة العملة" (devaluation). ويكون أثر ذلك في كلتا الحالتين انخفاض قيمة العملة. وفيما يأتي آثار هذا الانخفاض:

- ارتفاع القدرة التنافسية للصادرات، ما يؤدّي إلى ازدياد الطلب على تلك السلع
- تصبح الواردات أكثر تكلفة، فيقلّ الطلب على تلك السلع
- ارتفاع مستوى النمو الاقتصادي وتنامي الطلب الكلي
- احتمال ارتفاع معدّل التضخم ذلك أن تزايد الطلب الكلي قد يتسبّب بالتضخم الناتج عن الطلب، وتصبح الواردات أكثر تكلفة، ما يتسبب في حدوث التضخم الناتج عن ارتفاع التكلفة (يُنظر القسم ١-٥-٢ من هذا الفصل). لكن الأثر الفعلي يتوقّف على عوامل أخرى أيضاً، مثل الطاقة الإنتاجية الفائضة في الاقتصاد ومدى قيام الشركات بإلقاء عبء التكاليف المُرتفَعة للواردات على المستهلك.
- تحسُّن في رصيد الحساب الجاري لميزان المدفوعات.

١-٤-٣ التجارة الدولية

يُقصَد بالتجارة الدولية تبادل السلع والخدمات بين الدول. ويحصل هذا النوع من التبادل التجاري بسبب الفوائد التي يعود بها على الدول المشاركة فيه، وهي كالآتي:

- **التخصّص** – يمكن الاستفادة من وفورات الحجم (economies of scale) لإنتاج سلع أو توفير خدمات معينة، ويمكن أن تعود بعض مهارات القوى العاملة بالفائدة على مستويات الإنتاج المتزايدة، بما يُعرف بتقسيم العمل.
- **التنافس** – تؤدي المنافسة العالمية في توفير السلع والخدمات إلى تعدّد خيارات المنتجات وتحسين جودتها، فضلاً عن تحسّن القدرة التنافسية للأسعار والقدرة الإنتاجية في الصناعات ذات الصلة.

قانون الأفضلية النسبية

- بالرغم من أنه قد تتمتّع دولة ما بميزة تكلفة الإنتاج المطلقة على دولة أخرى، فلا يزال هناك مجال أمام كل منهما للاستفادة بصورة جماعية من التجارة الدولية في حال اقتصر تخصّص كلٍ منهما على تقديم السلع أو الخدمات التي تمتلك فيها ميزة التكلفة النسبية.
- لذا، إذا تخصّصت الدولتان على السواء في إنتاج السلع والخدمات حيث تكون ميزة التكلفة النسبية لكلّ منهما هي الأكبر، فقد تتمتّعان بمكانة جيّدة بسبب الأثر الإيجابي لهذا النوع من التخصص والتجارة على إجمالي الناتج المحلي لكلّ منهما.

على الرغم من الفوائد الكبيرة التي تعود بها مزاولة أعمال التجارة الدولية من دون أي تدخل حكومي، غالباً ما تتبع الحكومات سياسات وقائيّة (protectionism) أو تقيم حواجز أمام حرية التجارة، في ضوء الاعتقاد السائد بأنّه يتعيّن حماية بعض الصناعات المحلية من آثار المنافسة العالمية.

وعادةً ما يفضي ذلك إلى نوع من التدابير الانتقامية على المستوى التجاري، كما تمت ملاحظة ذلك في تدابير "المعاملة بالمثل" المستمرة والتي اتخذتها الولايات المتحدة والصين في نزاعهما المتواصل حول التجارة. لكنّ الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة (الغات GATT) لعام ١٩٤٨- التي أُنشئت بموجبها منظمة للتبادلات التجارية الدولية تتولّى مسؤولية تحرير التجارة الدولية، وهو الدور الذي تولته منظمة التجارة الدولية (WTO) منذ ذلك الحين- تستهدف تذليل هذه الحواجز أمام التجارة الحرة تدريجياً.

١-٤-٤ القدرة التنافسية على المستوى الدولي

في أي اقتصاد، حيث تشكّل حسابات التجارة الدولية حصة كبيرة من إجمالي الناتج المحلي، يُعَدّ وجود سعر الصرف "الصحيح"، أمراً حتمياً للمساهمة في القدرة للتنافسية للدولة على المستوى الدولي.

يتبيّن التأثير الإجمالي لتغير سعر الصرف على الميزان التجاري، بافتراض أن الطلب مرن بالسعر وأن جميع العوامل الأخرى (مثل الإنتاجية) ثابتة، كما يلي:

- يؤدّي **ارتفاع** في القيمة الاسمية للعملة إلى خفض الفائض التجاري أو مفاقمة العجز التجاري إذ يحدّ ذلك من القدرة التنافسية للصادرات في حال لم يخفّض المصدِّرون أسعارهم؛ في الوقت الذي تزداد القدرة التنافسية للواردات في حال لم يرفع المصدِّرون إلى تلك الدولة أسعارهم.
- يؤدي **تراجع** في القيمة الاسمية للعملة إلى ازدياد الفائض التجاري أو خفض العجز التجاري؛ إذ يعزّز ذلك القدرة التنافسية للصادرات في حال لم يرفع المصدّرون أسعارهم؛ في الوقت الذي تضعف القدرة التنافسية للواردات في حال لم يخفّض المصدرون إلى تلك الدولة أسعارهم.

وتكون هذه النتائج رهناً بأي تدخل حكومي بهدف التأثير في مستوى الواردات أو الصادرات.

بالأخذ في الاعتبارما إذا كان المصدّرون والمستوردون أقدموا أم لم يقدموا على تعديل أسعارهم لدى تغّير سعر الصرف الاسمي، يمكننا استخلاص ما إذا كانت القدرة التنافسية للدولة على المستوى الدولي عموماً قد تحسّنت أو تدهورت.

أسعار الصرف الفعلية

تتمثل إحدى طرق قياس القدرة التنافسية على الصعيد الدولي في احتساب سعر الصرف الفعلي. فمثلاً يمكن تحديد سعر الصرف الفعلي لدولة الهند مقارنة بسعر الصرف الفعلي للولايات المتحدة على النحو التالي:

$$\text{أسعار الصرف الفعلية} = \frac{\text{مستويات الأسعار الهندية}}{\text{مستويات الأسعار الأمريكية}} \times \frac{\text{دولار أمريكي}}{\text{روبية هندية}}$$

يدل ارتفاع سعر الصرف الفعلي على تراجع القدرة التنافسية على المستوى الدولي. لذلك، في حال ارتفاع مستويات التضخم في الهند بوتيرة أسرع من المستويات في الولايات المتحدة من دون أن يضعف سعر الصرف الاسمي، على سبيل المثال، في موازاة ذلك، تنخفض حينها القدرة التنافسية للهند على المستوى الدولي. كما أنّ الأثر الفعلي على الميزان التجاري وعوائد الشركات المستوردة والمصدّرة يتوقّف حتماً على عوامل مثل مرونة أسعار هذه البضائع والخدمات المتبادلة دولياً، وأية تحسّنات في إنتاجية تلك الصناعات والسرعة التي يستبدل بها العملاء البضائع والخدمات عند مواجهة تحرّكات سعرية.

نظراً إلى أن العملاء عادةً لا يغيّرون أنماط إنفاقهم بسرعة لدى تغيّر الأسعار، لا تظهر فوراً آثار تغيّر سعر الصرف الفعلي على الميزان التجاري. في الواقع، يؤدّي إضعاف سعر الصرف الاسمي فوراً إلى دفع أسعار الاستيراد صعوداً وخفض أسعار التصدير في الوقت نفسه، وبالتالي مفاقمة الميزان التجاري. لكن حالما يتكيّف العملاء مع هذه الأسعار النسبية الجديدة يجب أن يتحسّن الميزان التجاري. وبالتالي، يميل الميزان التجاري إلى أن يمرّ بمنحنى J . وهو يسمّى بهذا الاسم لأنه إذا رُسِمَ على رسم بياني (مع كون الزمن على المحور السيني والميزان التجاري على المحور العينيّ)، فإن شكل المنحنى يشبه الحرف "J".

٥-١ البطالة والتضخم

هدف التعلّم

٥-١-٧ معرفة آليات حساب المقاييس الإحصائية للتضخم/ الانكماش والبطالة وقياسهما

٥-١-٨ معرفة مفهوم العوائد الاسمية والحقيقية

يمثّل التضخم مُعدّلَ ازدياد الأسعار خلال فترة معينة من الزمن. بعبارة أخرى، أمامنا مقياس للتآكل في القوة الشرائية للنقد.

في معظم البلدان، تتولى إحدى الوكالات الحكومية تحديد المعدل الرسمي للتضخم على أساس مجموعة من السلع. بيد أن سلة السلع هذه ليست وثيقة الصلة بالجميع على السواء. ومن المهم أيضاً فهم العوامل الأشدّ تأثيراً في التضخم، مثل أسعار النفط والبنزين والمواد الغذائية. فقد يواجه سائقو السيارات مستوى أكبر من التضخم (والضرائب غير المباشرة) عندما ترتفع أسعار البنزين، بينما قد يستفيد راكبو الدراجات من انخفاض أسعار المعادن الذي يؤدي إلى خفض أسعار الدراجات.

تشكّل السيطرة على التضخم محوراً رئيساً للسياسة الاقتصادية في معظم دول العالم، لأنّ التكاليف الاقتصادية للتضخّم على المجتمع بعيدة المدى، وذلك للأسباب الآتية:

- يعيق التضخم قدرة آلية عمل الأسعار على تصفية الأسواق (أي تخفيض الأسعار ليتسنى بيع البضائع المكدسة في المخازن).
- يُقلّص من القدرة على الإنفاق - فمبلغ (١) دولار، على سبيل المثال، قبل عشرة أعوام لا يعادل ما قيمته (١) دولار من السلع اليوم.
- لا يجري مكافأة الأفراد على الادخار، لأن المقترضين يكسبون على حساب المدخرين. ويميل التضخم إلى تخفيض قيمة الديون، بينما تنخفض قيمة المدخرات من حيث القدرة على الإنفاق.

من المهم أن ندرك، عندما نسدي المشورة للعملاء، أن التضخم يؤثر على الأشخاص بطرائق مختلفة؛ ويرجع ذلك إلى عوامل مختلفة مثل عادات الإنفاق، وخيارات الاستثمار، ومستويات الديون والادخار.

٥-١-١ العوائد الحقيقية

يصيب هذا الضرر المدّخرات/العوائد عندما يتجاوز معدل التضخم معدل الفائدة الاسمي (أي عندما يكون معدل الفائدة الحقيقي سلبياً). ومعدل الفائدة الاسمي هو السعر الذي يكسبه المستثمر من الاستثمار؛ مثل العائد الثابت على السند. أما المعدل الحقيقي فيمثّل سعر الفائدة الاسمي بعد خصم أثر التضخّم.

عندما يكون معدّل الفائدة الحقيقي سلبياً:

- تنشأ في السوق حالة من عدم اليقين، ممّا يؤدي إلى تأجيل الشركات لقرارات الاستثمار وإرجاء المستهلكين لقرارات الإنفاق.
- يضيع كثير من الوقت في إعداد إجراءات الحماية من التضخم بدلاً من تكريسه للوصول إلى وسائل أكثر إنتاجية.
- تصبح السلع والخدمات المُصَدَّرة أقل قدرة على المنافسة دولياً.

بالتالي، من المهم، عند تقييم تكاليف التضخم، التمييز بين التضخم الذي يمكن توقعه والتضخم الذي لا يمكن توقعه. إذا كان بإمكان المجتمع التنبؤ تماماً بالتضخم، فإنه سوف يتمكّن من تدارك تكاليفه وتقليصها إلى الحدّ الأدنى.

وعند الحديث عن العوائد، لا سيّما مع العملاء، من المهم أن تكون قادراً على توضيح العوائد المتوقعة لاستثماراتهم في صيغة عوائد مطلقة (اسمية) وعوائد نسبية (حقيقية - مع مراعاة التضخم). فأحد أكبر المخاوف التي يواجهها المستثمرون على المدى الطويل هو أن مدخراتهم/عائداتهم سوف تتآكل بسبب التضخم. لذلك، فإن المستشار المالي يراعي عند وضع خطة للادخار طويل الأجل، مثل التقاعد، معدلاً للتضخم على طول مدة الادخار. لذلك، يجب على العملاء الاطّلاع على المبلغ الذي يجب ادّخاره للحصول على قيمة نهائية متوقعة من حيث القيمة الاسمية المطلقة والقيمة الفعلية. ومن هنا، يتعين على المستشارين أن يفترضوا دائماً معدل التضخم، وبالتالي ألّا يتوقعوا الكثير فيما يتعلق بالعائدات الحقيقية.

١-٥-٢ أنواع التضخم وطرق قياسه

يصنف التضخم عادة على أنه واحد من نوعين:

- **التضخم الناتج عن ارتفاع التكلفة** - عندما تواجه الشركات زيادةً في التكاليف مقرونة بعدم المرونة في الطلب على ناتجها، فإنها على الأرجح ستمرّر هذه التكاليف المتزايدة إلى المستهلك النهائي، وعندها سيُطالب المستهلكون بدورهم الشركات بزيادة أجورهم، ما يتسبّب في تطوّر دوامة الأسعار والأجور. كان هذا هو الحال في عام ٢٠٢٢، عندما أدت اضطرابات سلسلة التوريد العالمية وارتفاع أسعار الطاقة (بسبب التوترات الجيوسياسية، وخاصة الصراع بين روسيا وأوكرانيا) إلى زيادات كبيرة في تكاليف الإنتاج؛ وتم نقل هذه التكاليف بعد ذلك إلى المستهلكين في شكل ارتفاع أسعار السلع والخدمات.
- **التضخم الناتج عن الطلب** - عندما يعمل الاقتصاد مُتجاوِزاً مستوى التوظيف الكامل لعناصر الإنتاج، ترتفع الأسعار نتيجةً للفجوة التضخُّمية الناشئة. غالباً ما ينبع هذا الفائض في الطلب من التفاؤل الذي يُصاحِب ارتفاع أسعار الأصول، لكنّه نجم أيضاً، في مناسبات لا تعدّ ولا تحصى، في الماضي عن التخفيضات الضريبية المدفوعة بأهداف سياسية. ولقد لوحظ مثال حديث في الفترة ٢٠٢١-٢٠٢٢، عندما شهد عديد من الاقتصادات ارتفاعًا في الطلب الاستهلاكي مع خروجها من عمليات الإغلاق بسبب كوفيد-١٩. وأدت مدفوعات التحفيز (أي المدفوعات الحكومية لدافعي الضرائب المصممة لتعزيز قدرتهم الشرائية وتحفيز النشاط الاقتصادي)، والمدخرات المكبوتة، وأسعار الفائدة المنخفضة إلى زيادة الإنفاق الاستهلاكي بشكل كبير؛ ومع ذلك، كانت سلاسل التوريد لا تزال تتعافى من الاضطرابات الناجمة عن الوباء، مما أدى إلى عدم التوافق بين الطلب المرتفع والعرض المحدود. ولقد أدى هذا الخلل إلى ارتفاع الأسعار في مختلف القطاعات.

يمكن قياس التضخم بعدة طرق. ولكنّ الطريقتين الأكثر شيوعاً لقياس التضخم هما رصد أسعار التجزئة وأسعار المنتجين.

أسعار التجزئة	• تقاس التغيّرات في أسعار التجزئة بشكل شائع باستخدام مؤشر أسعار المستهلك (CPI) الذي يتتبع التغيرات في أسعار السلع والخدمات الاستهلاكية الموفّرة إلى الأسر. • قد تكون لدى البلدان أيضاً تدابيرها الخاصة للتضخم والمصممة وفقاً لظروفها الاقتصادية وأهدافها السياسية المحددة؛ على سبيل المثال، مؤشر أسعار التجزئة (RPI) في المملكة المتحدة، ومؤشر أسعار المستهلك لجميع المستهلكين في المناطق الحضرية (CPI-U) في الولايات المتحدة. تُجمع بيانات الأسعار لعينة من السلع، ويتم ترجيح المبلغ الذي أُنفِقَ على كل سلعة أو خدمة لإنشاء سلة من السلع التي يمكن تتبعها بعد ذلك.
أسعار المنتجين	• يتم قياس تحركات أسعار بيع السلع والخدمات عبر الوقت باستخدام مؤشر أسعار المنتجين (PPI). • يُعرف أحياناً بتضخم أسعار تسليم السلع عند باب المصنع ويقيس تحرّكات الأسعار من منظور البائع، في حين يقيس مؤشر أسعار المستهلك تحرّكات الأسعار من منظور المشتري. • يمكن استخدام مؤشر أسعار المنتجين بمثابة مؤشر مبكر للضغوط التضخمية في النظام الاقتصادي قبل أن يصل إلى المستهلك.

١-٥-٣ الانكماش وتراجع معدل التضخم والتضخم الركودي

بالمقابل، يتم تعريف الانكماش على أنه انخفاض عام في مستويات الأسعار.وعلى الرغم من أنّ أسواق العالم لم تشهد الانكماش بوصفه ظاهرة متفشية على مستوى العالم منذ ثلاثينيات القرن العشرين، هناك أدلة على حدوث الانكماش بشكل عام منذ تسعينيات القرن العشرين وحتى السنوات الأخيرة في بلدان مثل اليابان. ينجم الانكماش عادةً عن الصدمات الناتجة عن الطلب السلبي، على غرار ما حدث في الأزمة الماليّة الأخيرة وخلال وباء كوفيد-١٩، ومن حدوث فائض في القدرة والإنتاج. ويمكن أن يؤدّي إلى ظهور حلقة مفرغة من انخفاض الإنفاق والتردّد في الاقتراض بسبب ارتفاع العبء الحقيقي للديون، وهو ما يسمى بالدوامة الانكماشية.

يُعَدّ تراجع معدّل التضخّم مرحلة متوسطة، ويُقصد بها المرحلة التي تشهد تراجعاً في معدّل التضخم. قد تحتاجُ الحكومات إلى مراحل كهذه من أجل الحفاظ على التضخم ضمن حدوده المقبولة. وتجدر الإشارة إلى أن انخفاض الأسعار ليس بالضرورة قوةً مُدمّرةً بحدّ ذاته، بل يمكن أن يكون مفيداً إذا حدث نتيجة لصدمات العرض الإيجابية، مثل ارتفاع الإنتاجيّة وزيادة المنافسة في الأسعار الناجمة عن عولمة الاقتصاد العالمي وزيادة الشفافيّة في الأسعار. ومن الأمثلة على ذلك، الانخفاض العام في أسعار الملابس بسبب نقل عمليات التصنيع، التي كانت تجري عادةً في البلدان الأكثر تقدمّاً اقتصادياً، إلى بلدان مثل الصين وفيتنام حيث توجد العمالة بوفرة وبأجور أقل بكثير.

يحدث الركود التضخمي عندما يقترن التضخم بنمو اقتصادي بطيء أو سلبي، ما يؤدي إلى ارتفاع معدلات البطالة مع احتمال حدوث ركود اقتصادي. وقد حدث هذا الركود التضخمي خلال السبعينيات عندما ارتفعت أسعار النفط العالمية ارتفاعاً كبيراً، إذ لم ينتج عن ذلك ارتفاعات حادة في معدلات التضخم في الدول المتقدمة فحسب، بل أدى أيضاً إلى انخفاض في النشاط الاقتصادي.

١-٥-٤ البطالة

ثمة مشكلة أخرى تتعلق بالآثار السلبية للتضخم، والتي يمكن أن تحدث بسبب سوء التسعير في ما يخص اليد العاملة، وهي البطالة. وبطبيعة الحال، تؤدي أسباب عديدة أخرى إلى البطالة، وهي مصنّفة على النحو التالي:

- **البطالة الدورية** – البطالة الناجمة عن فترة من النمو الاقتصادي السلبي، أو التباطؤ الاقتصادي.
- **البطالة الهيكلية** - بطالة تدوم طويلاً وتنشأ نتيجة للطبيعة المتغيرة للاقتصاد حيث تصبح مهارات معينة في قطاعات معينة من النظام الاقتصادي زائدة عن الحاجة. وتنطوي البطالة الهيكلية على الأنواع التالية:
  - **البطالة الكينزية** – بطالة هيكلية على نطاق وطني نتيجة لانخفاض الطلب الكلي، الأمر الذي يتسبب في عدم توفر فرص عمل لدى المصنّعين ومزودي الخدمات.
  - **البطالة الإقليمية/الجغرافية** – تحدث في مناطق معينة من اقتصاد ما. وكثيراً ما تتفاقم الفوارق الإقليمية بسبب عدم القدرة على التحرك على المستوى الجغرافي، وافتقار العاطلين عن العمل إلى المهارات والمرونة.
  - **البطالة التكنولوجية** – عندما تؤدي التطورات في التكنولوجيا وممارسات العمل إلى فقدان بعض العمال لوظائفهم.
- **البطالة الاحتكاكية** – هي نتيجة للتحولات الطوعية في التوظيف، مثل انتقال العمال من وظيفة إلى أخرى.
- **البطالة التقليدية** - عندما تكون الأجور مرتفعة للغاية.
- **البطالة الموسمية** - حيث يتم توظيف الأفراد في أوقات معينة من السنة فقط.

ومن المفاهيم المهمة التي ينبغي فهمها هو أن هناك معدلًا طبيعياً للبطالة في جميع الاقتصادات. وهو معدل البطالة في الاقتصاد عندما يكون سوق العمل في حالة **توازن**، بحيث يتسنّى لأولئك الراغبين في الحصول على وظيفةٍ جميعاً نيل مبتغاهم، وبذلك تصبح البطالة بطالةً طوعية بحتة. لذا يتضمن هذا المعدّل الطبيعي أو الطَّوعي البطالة بأشكالها البنيوية والانتقالية والتقليدية والموسمية.

١-٦ السياسة المالية والنقدية

هدف التعلّم	
٥-١-٤	معرفة طبيعة العرض النقدي وكيفية تحديده وقياسه والعوامل التي تؤثر عليه بما في ذلك النظرية النقدية الحديثة
٥-١-٦	معرفة الدور الذي تؤدّيه كل من السياسة النقدية والسياسة المالية والأساس الذي تقوم عليه كل منهما والإطار الذي تعمل ضمنه: الإنفاق الحكومي؛ الاقتراض الحكومي؛ استثمار القطاع الخاص؛ إنفاق القطاع الخاص؛ فرض الضرائب؛ أسعار الفائدة؛ التضخم؛ إعادة تقييم العملة/أسعار الصرف/تعادل القوة الشرائية؛ التيسير الكمي

يمكن للحكومات اللجوء إلى مجموعة متنوعة من السياسات عند محاولة الحد من أثر التقلبات الدورية قصيرة الأجل في النشاط الاقتصادي. يُشار إلى مجموع هذه الإجراءات بسياسات الاستقرار المالي وتُصنّف تحت عنوانين عريضين: **السياسة المالية** والسياسة النقدية.

تعتمد معظم الحكومات والبنوك المركزية اليوم نهجاً عملياً لإدارة النشاط الاقتصادي من خلال مجموعة من السياسات المالية والنقدية. وتستخدم الحكومات السياسة المالية لتحديد أهدافها فيما يخصّ الاقتراض والإنفاق والضرائب، وتُستخدم السياسة النقدية لضبط العرض النقدي وتكلفة النقود.

ولكن في عالمنا المعاصر الذي يتّجه نحو المزيد من التكامل، يصبح التحكم في مستوى النشاط في اقتصاد مفتوح بمعزل عن الآخرين أمراً صعباً، حيث تميل الأسواق المالية الدولية بدلاً من الحكومات والمصارف المركزية إلى فرض السياسة الاقتصادية.

١-٧ السياسة المالية

تشير السياسة المالية (أو إدارة الطلب) إلى السياسة التي تتبعها الحكومة في محاولة منها للتأثير على مسار النظام الاقتصادي من خلال التغييرات في الاقتراض والإنفاق والضرائب. وقد اكتسبت هذه النظرية الاقتصادية شعبية عن طريق الاقتصادي الإنجليزي جون مايناردكينز كوسيلة للسيطرة على مستويات البطالة المرتفعة التي شهدتها اقتصادات العالم في أعقاب الكساد الكبير وانهيار بورصة وول ستريت عام ١٩٢٩. وقد فنّدت السياسة المالية في ذلك الوقت الرأي القائل إنّ الأسواق الحرة توفر التوظيف الكامل (العمالة الكاملة) من تلقاء نفسها.

تهدف الحكومات من استخدام أدوات السياسة المالية إلى التأثير على:

- الطلب الكلي ومستوى النشاط الاقتصادي
- نمط توزيع الموارد
- توزيع الدخل

تتخذ السياسة المالية أو إدارة الطلب شكلين:

- النهج التقديري أو الاستباقي لإدارة الطلب، وهو النهج الذي يتم تنفيذه عن عمد إما:
  - لزيادة الطلب، وهو ما يُعرف **بالموقف التوسعي**. ويتضمن هذا زيادة الحكومة للإنفاق الحكومي لتحفيز النشاط الاقتصادي، وتمويل هذا من خلال الاقتراض وهو ما يخلق عجزاً أكبر في الميزانية.
  - أو الحد منه، وهو ما يُعرف **بالسياسة المالية الانكماشية أو التقييدية**. وفي هذه الحالة تسعى الحكومة إلى خفض مستوى النشاط الاقتصادي من خلال زيادة الضرائب أو خفض الإنفاق الحكومي.
- النهج السلبي أو غير الفعال، وهو النهج الذي بموجبه يزيد الإنفاق تلقائياً (على عناصر مثل مستحقات الضمان الاجتماعي أو مدفوعات الرعاية الاجتماعية) وتنخفض الإيرادات الضريبية مع انتقال الدورة الاقتصادية إلى مرحلة الركود. وتعرف هذه السياسات باسم سياسات الاستقرار المالي التلقائية أو المُدمَجة.

فضلاً عن أنه يمكن للسياسة المالية أن تكون توسعية أو انكماشية، فإنها قد تكون محايدة أيضاً. ويعني الموقف المحايد أن الحكومة تدير ميزانية متوازنة حيث يتم تمويل الإنفاق بالكامل من عائدات الضرائب وحيث يكون التأثير الإجمالي للميزانية محايداً على الاقتصاد.

مع ذلك، هناك ثلاث مشاكل عملية مرتبطة بالسياسة المالية:

- **الفوارق الزمنية (Time lags)** - يمكن أن تكون الفترة الفاصلة بين إدراك الحاجة إلى ضرورة التحرك (بناءً على البيانات الاقتصادية التي تحتوي بدورها على فجوات زمنية)، وبين تطبيق السياسات الملائمة وبين ظهور أثر تلك السياسات على النظام الاقتصادي كبيرة للغاية. وإذا ما استُخدمت بيانات مالية قديمة (حتى يستغرق الأمر وقتاً قبل أن تعمل السياسة الاقتصادية على إحداث التغيير) فإن هذا من شأنه أن يخلّف تأثيراً مزعزعاً للاستقرار، لا سيّما عندما تُستخدم بشكل مفرط.
- **إقصاء الاستثمارات الضعيفة أو صغار المستثمرين (crowding out)** - تؤدي الزيادة في إنفاق القطاع العام إلى خفض أو حتى إلغاء اقتراض أو إنفاق القطاع الخاص في حال تمويل السياسة المالية التوسعية من خلال الاقتراض. وسيؤدي هذا الاقتراض إلى زيادة سعر الفائدة في السوق على حساب هذا العنصر من الاستثمار التجاري وبعض الإنفاق الاستهلاكي والذي كان من الممكن أن يحدث في ظل استقرار معدّل الفائدة عند مستوى أقلّ من ذلك.
- **معدلات ضرائب أعلى في المستقبل** - قد يؤدي اتباع سياسة مالية توسعية إلى فرض عبء ضريبي أعلى على الاقتصاد في المستقبل. وهذا بدوره، بدلاً من إبطاء الاقتصاد، يمكن أن يتسبب في الواقع في حدوث تضخم نتيجة مطالبة الأفراد/ العمالة بأجور أعلى، بدلاً من إبطاء نموّ الاقتصاد.

هناك خطر آخر من مخاطر السياسة المالية يتمثل في أنه بمجرد أن تصبح التغييرات التشريعية والضريبية التوسعية قانوناً، يصبح من الصعب سياسياً عكس مسارها . وسوف يكون من الصعب إغلاق الصنابير المالية بمجرد فتحها، الأمر الذي يؤدي إلى تضخم خارج عن السيطرة. وبمجرد أن يسيطر التضخم، يُظهِر التاريخ أنه إذا لم يتم ضبطه، فقد يخرج عن السيطرة بسرعة ويسبب أضراراً اقتصادية بالغة. لكن الانتقال من التحفيز إلى التقشف، لا سيما بسرعة، أمرٌ صعبٌ بسبب الطبيعة طويلة الأجل للعديد من الالتزامات المالية والرفض العام.

علاوة على ذلك، قد لا يستجيب المستهلكون بالطريقة المقصودة للتحفيز المالي (على سبيل المثال، قد يدخرون بدلاً من إنفاق تخفيض ضريبي). ومن السهل إذن أن نفهم لماذا يُنظَر إلى السياسة النقدية عموماً باعتبارها خط الدفاع الأول في استقرار الاقتصاد أثناء فترات الركود؛ يُنظر القسم ١-٨ لمزيد من المعلومات حول السياسة النقدية.

النظام الضريبي

الضريبة هي رسوم تفرضها الدولة أو المؤسسة التي تقوم مقام الدولة على دافع الضرائب (الفرد أو الشخصية الاعتبارية)من أجلً تمويل النفقات العامة المختلفة. في غالبية البلدان، يعاقب القانون على عدم دفع الضرائب أو التهرب الضريبي أو مقاومة النظام الضريبي. وتتألف الضرائب من ضرائب مباشرة أو غير مباشرة، مثل ضريبة القيمة المضافة (VAT) على سعر سلعة أو خدمة. لقد اعتادت بعض البلدان، مثل بعض الدول المنتجة للنفط في الشرق الأوسط، على عدم فرض أي ضرائب تُذكر، إلاّ ان ذلك يتغير بشكل مطرد.

تنقسم الضرائب إلى ضرائب مباشرة وضرائب غير مباشرة. ويمكن أن يختلف معنى هذين المصطلحين في السياقات المختلفة، ممّا قد يؤدي في بعض الأحيان إلى الخلط بينهما. وينص أحد التعريفات الاقتصادية على ما يلي:

> *"يمكن تعديل الضرائب المباشرة وفقاً للخصائص الفردية لدافع الضرائب، في حين أن الضرائب غير المباشرة تُفرض على المعاملات بغض النظر عن ظروف المشتري أو البائع".*

وفقاً لهذا التعريف، على سبيل المثال، تعد ضريبة الدخل مباشرة وضريبة المبيعات ضريبة غير مباشرة.

- يتم فرض الضرائب المباشرة على الدخل أو الثروة، مثل ضريبة الدخل.
- يتم فرض الضرائب غير المباشرة على الإنفاق، مثل ضريبة القيمة المضافة.
- يتم فرض ضريبة غير مباشرة حسب القيمة بوصفها نسبة مئوية من الإنفاق، على سبيل المثال، ضريبة القيمة المضافة بنسبة ٢٠٪.
- يتم فرض ضريبة غير مباشرة محددة كمبلغ ثابت لكل وحدة، على سبيل المثال، الضرائب على البنزين.
- الضريبة التنازلية هي حيث تنخفض نسبة الضريبة مع ارتفاع الدخل أو الثروة أو الإنفاق.
- الضريبة التصاعدية هي حيث تزداد نسبة الضريبة مع ارتفاع الدخل أو الثروة أو الإنفاق.
- الضريبة النسبية هي حيث تكون نسبة الضريبة المدفوعة هي نفسها بغض النظر عن الدخل أو الثروة أو الإنفاق.

١-٨ السياسة النقدية

تشير **السياسة النقدية** إلى الإجراءات التي يمكن للبنك المركزي أو الحكومة في بلد ما اتخاذها للتأثير على كمية الأموال الموجودة في الاقتصاد ومدى تكلفة الاقتراض. وبعبارات بسيطة، تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق بعض التوازن بين التضخم واستقرار الناتج، وبالتالي النمو الاقتصادي والاستقرار. وذلك لأن التغيرات في المعروض النقدي يمكن أن تؤثر على الإنتاج الفعلي للسلع والخدمات في الأمد القريب (أي من ثلاث إلى خمس سنوات). وبالتالي فإن السياسة النقدية هي أداة سياسية ذات مغزى لتحقيق أهداف التضخم والنمو.

تقوم السياسة النقدية على مبدأ أساسي هو العلاقة بين السعر الذي يمكن به اقتراض النقود (أي أسعار الفائدة) والعرض الكلي من النقود. وتستخدم السياسة النقدية مجموعة من الأدوات للتحكم في أحد هذين الأمرين أو كليهما (بما في ذلك تحديد أسعار الفائدة، وتعديل حجم القاعدة النقدية، وتحديد متطلبات الاحتياطي المصرفي)، وهو ما يؤدي إلى زيادة العرض النقدي أو تقليصه. ويشار إلى السياسة النقدية بأنها انكماشية إذا كانت تعمل على تقليص حجم العرض النقدي أو رفع أسعار الفائدة (حيث تزداد تكلفة النقود وبالتالي يقل الطلب عليها)، وبأنها توسعية إذا كانت تعمل على زيادة حجم العرض النقدي أو خفض أسعار الفائدة.

مثال

في حال الركود، يتوقف المستهلكون عن الإنفاق بالقدر الذي اعتادوا عليه؛ وينخفض إنتاج الشركات، وتميل الشركات الرائدة إلى تسريح العمال والتوقف عن الاستثمار في قدرات جديدة؛ وقد تنخفض أيضاً شهية الأجانب لصادرات البلاد. باختصار، يكون هنالك انخفاض في الطلب الإجمالي، وهو ما تستطيع الحكومة الاستجابة له بسياسة تميل ضد الاتجاه الذي يمضي فيه الاقتصاد. وكثيراً ما تُستخدم السياسة النقدية كأداة مضادة للدورة الاقتصادية.

إن مثل هذه السياسة المضادة للدورة الاقتصادية لابد أن تؤدي إلى التوسع المرغوب في المُخرجات والعمالة، ولكن لأنها تستلزم زيادة العرض النقدي، فقد تؤدي أيضاً إلى زيادة الأسعار. ومع اقتراب الاقتصاد من الإنتاج بكامل طاقته، فإن الطلب المتزايد من شأنه أن يفرض ضغوطاً على تكاليف المدخلات، بما في ذلك الأجور. ثم يستخدم العمال دخولهم المتزايدة لشراء المزيد من السلع والخدمات، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الأسعار والأجور، ودفع التضخم العام إلى الارتفاع؛ وهي النتيجة التي يرغب صناع السياسات عادة في تجنبها. وعلى هذا فإن السياسة النقدية لابد وأن تحقق التوازن بين أهداف الأسعار والإنتاج. والسياسة النقدية ليست الأداة الوحيدة لإدارة الطلب الكلي على السلع والخدمات (يُنظر القسم الخاص بالسياسة المالية أعلاه)؛ والواقع أن الرقابة النقدية لم تثبت قط فعاليتها الكاملة حين استُخدمت وحدها.

وبالرغم من أن البنك المركزي يستطيع التأثير في العرض النقدي من خلال تحديد أسعار الفائدة، وعمليات السوق المفتوحة، والتغييرات في **نسبة الاحتياطي القانوني**، إلا أن تأثيره قد يكون محدوداً. ومما يزيد الطين بلة أن سرعة تداول النقود (أي عدد المرات التي تمر فيها العملة بين أيدي مختلفة، أو الطلب على النقود) ليست مستقرة أو قابلة للتنبؤ بها في الأمد القريب. ويرجع هذا في الأساس إلى الابتكار المالي، وإلغاء القيود التنظيمية، والتغييرات البنيوية في الأسواق المالية، فضلاً عن التغيرات في معدّلي التضخم والفائدة. وعلى هذا فإن التغيرات في العرض النقدي لا تُترجم مباشرة إلى تغيرات في مستوى الأسعار.

وعلى هذا فإن السياسة النقدية لابد وأن تحقق التوازن بين أهداف الأسعار والإنتاج. والسياسة النقدية ليست الأداة الوحيدة لإدارة الطلب الكلي على السلع والخدمات. فالسياسة المالية ـ فرض الضرائب والإنفاق ـ تشكل أداة أخرى، وقد استخدمتها الحكومات على نطاق واسع في أثناء الأزمة العالمية الأخيرة. ولكن تشريع التغييرات الضريبية والإنفاق يستغرق عادة وقتاً طويلاً، وبمجرد أن تصبح مثل هذه التغييرات قانوناً، يصبح من الصعب سياسياً عكس مسارها. وإذا أضفنا إلى هذا المخاوف من أن المستهلكين قد لا يستجيبون بالطريقة المقصودة للتحفيز المالي (على سبيل المثال، قد يدخرون بدلاً من إنفاق تخفيض ضريبي)، فمن السهل أن نفهم لماذا يُنظَر إلى السياسة النقدية عموماً باعتبارها خط الدفاع الأول في استقرار الاقتصاد أثناء فترات الركود.

تعتبر السيطرة على العرض النقدي أداة مهمة للإدارة الاقتصادية عند أغلب الحكومات التي تتبع أجندة **نقدية** (تؤمن مدرسة شيكاغو النقدية بوجود رابط بين العرض النقدي والتضخم). وتحاول البنوك المركزية السيطرة على العرض النقدي من خلال مجموعة متنوعة من تدابير السياسة النقدية التي تتحكم في نهاية المطاف في:

- العرض النقدي
- توافر النقد
- تكلفة النقود أو معدل الفائدة

سننظر في كل منها بدوره في الأقسام أدناه.

وكما هي الحال مع السياسة المالية، هناك بعض المشاكل العملية المرتبطة بالسياسة النقدية، بما في ذلك تحديد ما يشكّل العرض النقدي، والسيطرة عليه. وعلاوة على ذلك، هنالك فترات زمنية طويلة بين الاعتراف بالحاجة إلى العمل وتنفيذ السياسة التي تؤثر في الاقتصاد؛ وقد تصل هذه الفترات الزمنية إلى ١٢ شهراً. ومع ذلك، لم يثبت التحكم النقدي فعاليته الكاملة عند استخدامه بمعزل عن العوامل الأخرى.

١-٨-١ العرض النقدي

يقصد بالعرض النقدي كمية النقود الموجودة في الاقتصاد في أي مرحلة زمنيّة. لكن قبل قياس كمية العرض النقدي، ينبغي أولاً أن نعرِّف مصطلح "النقد" نفسه.

يقصد بـ "النقد" كل ما هو مقبول عموماً بوصفه وسيلة لتسوية الديون ووسيلة مقبولة للتبادل التجاري. كما يجب أن يكون بمثابة مخزن قيمة للاستهلاك المستقبلي عن طريق الحفاظ على قوّته الشرائية وتوفير وحدة حساب يمكن بالاستناد إليها المقارنة بين أسعار السلع والخدمات (لذلك، فإن العملات المشفرة ليست نقداً لأنها غير مقبولة على نطاق واسع).

لكن لكي يكون النقد مقبولاً، يجب أن يتميّز بسهولة التعرّف عليه ويمكن تقسيمه إلى وحدات أصغر محمولة وأن يتمتّع بالاستقرار والصلابة. في الاقتصاد المتطور، يأخذ النقد صيغة عملة رسمية (ذات قوة إبراء قانوني) - أي عملة لا قيمة جوهريّة لها لكنّها مطلوبةٌ لما يمكن أن تشتريه بحدّ ذاتها.

العملة الرسمية Fiat Currency

كلمة Fiat كلمة لاتينية تعني "سوف يكون".

ليس **للعملة الرسمية (الإلزامية)** (وتُدعى أيضًا "النقود الورقية/العملات التقليدية" أو "النقد الإلزامي") قيمة جوهرية ولا تدعمها أصول مادية في خزينة ما؛ بل تستمد قيمتها من دعم الحكومة التي تعلن أنها "نقود قانونية" (أي أنها مقبولة على أنها ذات قيمة لأن الحكومة تقول إنها كذلك، والأشخاص يثقون بالحكومة بما يكفي لقبولها).

فإذا فقد الأفراد الثقة في العملة الورقية لدولة من الدول، مثل الدولار، خسرت تلك العملة قيمتها.

تاريخياً، كانت الحكومات تقوم بسكّ نقود معدنية من سلع أساسية عينية كالذهب أو الفضة أو كانت تطبع عملات ورقية يمكن استردادها مقابل مبلغ محدد من إحدى السلع العينية الأساسية. واليوم، أصبحت أغلب العملات الورقية الحديثة عملات رسمية (إلزامية). وتستمد قيمة النقود الورقية من العلاقة بين العرض والطلب، وليس من قيمة المادة التي صنعت منها النقود.

التصنيفات الفرعية للنقود

يُعَدّ قياس العرض النقدي أمراً ضرورياً لأنه إذا كان العرض النقدي ينمو بوتيرة أسرع من معدل نمو الناتج والدخل، فقد يتسبب ذلك في ارتفاع الأسعار وانخفاض مستويات معيشة الأفراد. وهذا ما يُسمى بسرعة دوران النقود، أي عدد المرات التي يتم فيها تداول النقد. ويمكن الوصول إلى فهم أعمق لهذا المفهوم بالاطلاع على **النظرية الكمية للنقود (Quantity Theory of Money)** التي وضعها الاقتصادي الأمريكي إرفينغ فيشر (Irving Fisher).

مع مرور الوقت، تم تطوير العديد من المقاييس، لكن من أبرز هذه المقاييس وأكثرها استعمالاً:

- **عرض النقود بمعناه الضيق** – يمثل هذا المقياسُ القاعدة النقديّة وتتكون من العُملات المعدنية والورقيّة قيد التداول بالإضافة إلى الودائع ليوم واحد.
- **عرض النقود بمعناه الواسع** – هذا المقياس الأوسع للعرض النقدي، ويتكوّن من عرض النقود بمعناه الضيّق بالإضافة إلى الودائع المصرفية وأدوات سوق النقد.

تختلف العوامل التي ينبغي أن تُدرج في أي مقياس للعرض النقدي بناءً على ما تجري معاينته كما تتفاوت من بلد إلى آخر.

أمثلة على تدابير العرض النقدي	
الولايات المتّحدة	• في الولايات المتحدة، يوجد مقياسان للعرض النقدي: م١ (M1) وم٢ (M2). • يغطي م١، الذي يشكّل المقياس الأضيق بين الاثنين، معظم الأشكال السائلة للنقود: العملات والودائع الجارية والودائع الأخرى التي يمكن استخدامها ضماناً للشيكات المصرفية. • يعرَّف م٢، وهو المقياس الأشمل بين الاثنين، على أنه م١ بالإضافة إلى حسابات التوفير والودائع لأجل التي تقلّ عن ١٠٠,٠٠٠ دولار والأرصدة في صناديق سوق النقد المُشتَركة.
منطقة اليورو	• تُصنّف مقاييس المصرف المركزي الأوروبي (ECB) النقدية ضمن منطقة اليورو وفق ثلاثة مقاييس: م١ (M1) وم٢ (M2) وم٣ (M3). • م١ (عرض النقود بمعناه الضيّق) ويشمل النقد المُتداول والودائع ليوم واحد. • م٢ (النقد الوسيط)، ويشمل م١ بالإضافة إلى الودائع ذات آجال الإستحقاق المحدّدة التي لا تزيد آجالها عن سنتين والودائع القابلة للاسترداد ضمن مهلة تصل إلى ثلاثة أشهر. • م٣ (عرض النقود بمعناه الواسع) يضم م٢ بالإضافة إلى **اتّفاقيات إعادة الشراء (الريبو)** وصناديق أسواق النقد وسندات الدين التي لا تتجاوز آجالها مدة عامين.
المملكة المتّحدة	• في المملكة المتحدة، يوجد حاليًّا مقياسان رئيسان للعرض النقدي وإعادة تعريفها، وبقي منها مقياسان هما: م٠ (M0) وم٤ (M4). • م٠: القاعدة النقدية، المقياس الأضيق بين الاثنين من حيث أنه يحتوي فقط على العملات المعدنيّة والورقية قيد التداول، بالإضافة إلى الودائع التشغيلية لدى المصارف في مصرف إنجلترا (BoE) - المصرف المركزي في المملكة المتحدة. • م٤: يُعَدّ المقياس الأشمل بين المقياسين، ويعرّف على أنه يشمل م٠ بالإضافة إلى الودائع المصرفية وودائع الجمعيات السكنيّة.

إنشاء الائتمان وتأثير المُضاعف النقدي

يزداد تعريف العرض النقدي تعقيداً نتيجةً لوجود سمتين معروفتين باسم **إنشاء الائتمان** و**المُضاعِف** النقدي. ولعلّ أفضل شرح لهذا يكون عبر الإدراك بقيام المصارف بالاحتفاظ بنسبةٍ صغيرةٍ فقط من ودائعها كاحتياطي نقدي بما يلبي عمليّات السحب اليومية - وهذا ما يُعرَف باسم نسبة الاحتياطي القانوني. وتستطيع المصارف أن تُقرض المبلغ الكبير المتبقي طالما أنها تستوفي المتطلبات المتعلّقة بالاحتياطات النقدية كما حدَّدها المصرف المركزي للبلد الذي تعمل فيه. وبسبب أن نسبة كبيرة من كل قرضٍ يمنحه البنك من الأموال المودعة لديه تُودع مجدّداً في المصرف المركزي ثم يعاد تدويرها بِصفة قرض آخر، يتم إنشاء الائتمان وزيادة حجم العرض النقدي.

١-٨-٢ توفر النقد

يتأثّر العرض النقدي أيضاً بعدد من العوامل الأخرى التي تتضمّنُ ما يأتي:

- **متطلّبات الاحتياطي** - المبالغ التي يتعيّن على المصارف التجارية الاحتفاظ بها بصفة ودائع في المصرف المركزي ويُعبّر عنها بنسبةٍ مئويّة من التزامات المصارف التجارية. كُلّما ارتَفعت مُتطلّبات الاحتياطي، تُجبَر المصارف على الاحتفاظ بأرصدة أكبر في المصرف المركزي، ما يُضعِف قدرتها على الإقراض ويؤثر على حجم النقد المتاح للتداول، والعكس صحيح إذا جرى خفض قيمة هذه المتطلّبات.
- **سعر المصرف المركزي** - تعمل المصارف المركزيّة بمثابة مصرفيّ (banker) للمصارف، وتُعَدّ الملاذ الأخير لإقراض النظام المصرفي في حالات الضرورة القصوى. كما تُوفّر المصارف المركزية تسهيلات إقراضٍ للمصارف التجارية، يمكن أن تستخدمها لإدارة تدفُّقاتها النقدية، كما يستخدمها المصرف المركزي للتأثير على تكلفة النقود. ويُعرف معدّل الفائدة التي يتقاضاها بمصطلح سعر المصرف المركزي **أو سعر الخصم** أو غير ذلك من المصطلحات المشابهة، وتُعرَف تسهيلات الإقراض بنافذة الخصم في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة.

- **إصدارات السندات الحكومية** - عندما تصدر الحكومة سندات، فإنها تقترض المال من عامة الناس. ويمكن أن يؤثر هذا في العرض النقدي من خلال تغيير كمية النقد المتاحة للبنوك للإقراض. وإذا اشترى البنك المركزي هذه السندات، فإنه يضخّ المال في الاقتصاد، وبالتالي يزيد العرض النقدي. وعلى العكس من ذلك، فإن بيع السندات يمكن أن يسحب النقد من الاقتصاد، وبالتالي يقلل العرض النقدي.
- **عمليات السوق المفتوحة** - تعتبر عمليات السوق المفتوحة أداة رئيسة تستخدمها البنوك المركزية لتنظيم العرض النقدي وإدارة الاستقرار الاقتصادي. وهي تتضمن قيام البنك المركزي بشراء أو بيع الأوراق المالية الحكومية في السوق المفتوحة. فمن خلال شراء الأوراق المالية، يضخّ البنك المركزي الأموال في النظام المصرفي، مما يزيد من العرض النقدي؛ أما بيع الأوراق المالية فله التأثير المعاكس، إذ يزيل الأموال من النظام المصرفي، مما يقلل من العرض النقدي.

ولتوضيح ذلك، سننظر إلى مثال عن سعر الفائدة الفيدرالية في الولايات المتحدة وكيف يؤثر ذلك في أسعار الفائدة.

الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي

في الولايات المتحدة، معدل الأموال الفيدرالية هو معدل الفائدة الذي يجوز للبنوك أن تقترض به في سوق الأموال الفيدرالية لضمان أن لديها احتياطيات كافية لتلبية احتياجات مدفوعاتها، ولتلبية المتطلبات التنظيمية، مثل الحد الأدنى من متطلبات الاحتياطيات والسيولة وتلقّي الفائدة المدفوعة على أرصدة الاحتياطي من قبل الاحتياطي الفيدرالي. وتؤثر الحركة في المعدل المستهدف للأموال الفيدرالية على أسعار الفائدة الأخرى قصيرة الأجل، مثل سندات الخزانة المستحقة في ثلاثة أشهر. ويمكن أن تؤثر أيضاً على أسعار الفائدة الأخرى في النظام الاقتصادي، مثل معدلات القروض الاستهلاكية والتجارية والديون طويلة الأجل.

الكيان المسؤول عن وضع هذا المعدّل هو اللجنة الفيدراليّة للسّوق المَفتوحة (FOMC) - يُنظر القسم ٢-٢ لمزيد من المعلومات عن (FOMC). إذا قررت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة تغيير النطاق المستهدف لمعدل الأموال الفيدرالية، فسيقوم مكتب التداول الخاص بها بوضع أوامر لشراء أو بيع الأوراق المالية الحكومية لتحقيق هذا الهدف.

- عندما يشتري مكتب التداول الأوراق المالية الحكومية، يقوم الاحتياطي الفيدرالي بإيداع الأموال في الحسابات المصرفية للبائعين. وتصبح هذه المدفوعات جزءاً من أرصدة الاحتياطيات التي تحتفظ بها البنوك التجارية في الاحتياطي الفيدرالي، ما يزيد من حجم الأموال المتوفرة للبنوك لتقوم بإقراضها. وهذا الضخ للاحتياطيات في النظام المصرفي يضع ضغوطاً هبوطية على معدل الأموال الفيدرالية، الأمر الذي يضع بدوره ضغطاً هبوطياً على أسعار الفائدة الأخرى، وبالتالي يشجع على المزيد من الاقتراض على نطاق الاقتصاد بأكمله.
- عندما يبيع مكتب التداول بعض الأوراق المالية الحكومية التي يحتفظ بها، يدفع المشترون من حساباتهم المصرفية. ومن شأن ذلك تقليص الأموال المتاحة للبنوك لإقراضها، ما يخلق ضغطاً تصاعدياً على معدل الأموال الفيدرالية، نظراً إلى أن البنوك لديها عدد أقل من الاحتياطيات المتاحة للإقراض وستتقاضى رسومًا أكبر مقابل هذا الإقراض. ومع ارتفاع معدل الأموال الفيدرالية، تزداد المعدلات الأخرى. وعندئذٍ، يقل احتمال اقتراض الأفراد والشركات، لأنه أكثر تكلفة، فيصبحون أكثر ميلاً لتوفير أموالهم وكسب تلك الفائدة المرتفعة.

١-٨-٣ تكلفة النقود

وفي ما يتعلق بالنظرية الاقتصادية النقدية، فإن السيطرة على العرض النقدي (وبالتالي على أسعار الفائدة) أمر بالغ الأهمية لاستقرار الاقتصاد. فوضع الأهداف المتعلقة بسعر الفائدة أداةٌ جوهرية للسياسة النقدية، ويتم أخذها في الاعتبار عند التعامل مع متغيرات مثل الاستثمار والتضخم والبطالة.

وتميل المصارف المركزية عموماً إلى خفض أسعار الفائدة عندما ترغب في زيادة الاستثمار والاستهلاك في اقتصاد الدولة. بيد أن خفض معدل الفائدة كسياسة للاقتصاد الكلي يمكن أن يكون محفوفاً بالمخاطر، وقد يؤدي إلى نشوء اتجاهات تضخمية أو فقاعات اقتصادية، بحيث تتسبب كميات كبيرة من رأس المال في تضخم أسعار الأصول (مثل أسواق العقارات والأسهم). وبالتالي تُجرى تعديلات على أسعار الفائدة في الاقتصادات المتقدمة، لإبقاء التضخم ضمن النطاق المستهدف لسلامة الأنشطة الاقتصادية أو لوضع سقف لسعر الفائدة بالتزامن مع النمو الاقتصادي وذلك من أجل الحفاظ على الزخم الاقتصادي.

هل تحدد أسعار الفائدة من قبل الأسواق أم المصارف المركزية؟

على الرغم من أن تحديد معدل الفائدة الأساسي يأتي نتيجة لعملية مداولات من قبل البنك المركزي، إلا أن ثمة خلفية سوقية لهذه المداولات. سيكون البنك المركزي على دراية بأنشطة التجار والمؤسسات في أسواق النقد الذين يعبّرون باستمرار عن وجهة نظرهم حول المستوى المناسب لأسعار الفائدة واتجاهها المستقبلي.

تستند آراء ملايين التجار في العالم بشأن أسعار الصرف وأسعار الفائدة على السندات وأسعار أدوات سوق النقد قصيرة الأجل إلى تصوّرهم للخلفية الاقتصادية الكلية، وعلى وجه التحديد، إلى آفاق نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التوظيف ومستوى التضخم بصفة خاصة.

فإذا استشعر المشاركون في أسواق النقد بمخاطر حدوث التضخم، فإنهم سيرفعون أسعار الفائدة المطلوبة لتوفير الأموال للمقترضين نظراً لأنهم يريدون الحصول على تعويض من خلال معدل عائد حقيقي يشمل علاوة لتغطية تآكل القوة الشرائية المتوقع بسبب التضخم.

يصف مصطلح "حراس" سوق النقد أو سوق السندات دائرة أصحاب المصالح القوية للغاية في أسواق النقد التي تقيّم باستمرار الضغوط على التكلفة والتضخم بشكل عام، استناداً إلى بيانات إحصائية حول الاتجاه المستقبلي لنمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي، وحجم العلاوة الواجب دفعها عند احتساب معدل الفائدة على ما يسمى "بمخاطر التضخم".

ويرى بعض المستثمرين المؤسسيين أن المصارف المركزية فقدت، أو بدأت تفقد سيطرتها على أسعار الفائدة، وأنها عندما تحدد الأسعار الرسمية، فإنها ببساطة تعكس آراء السوق. بيد أن أحد الأسباب التي تدعو إلى الشك في صحة هذه الفرضية يتمثل في حقيقة أن الأسواق والمصارف المركزية تراقب عن كثب مداولات المصرف المركزي، وقد أظهرت من وقت إلى آخر قدرتها على مفاجأة الأسواق ليس فقط بقرارات بشأن مستويات الفائدة المحددة، بل وبأشكال أخرى للسياسة النقدية.

سياسات معدل الفائدة السلبي

تطبّق بعض المصارف المركزية سياسات معدّل الفائدة السلبي لمكافحة الضغوط الانكماشية.

وبموجب سياسة معدل الفائدة السلبي، يتعين على المؤسسات المالية دفع فائدة عند إيداعها الاحتياطات الفائضة لدى المصرف المركزي، ويعني ذلك أيّ فائض يتجاوز الحد الذي يُطلب من البنوك الاحتفاظ به بموجب متطلبات الجهات التنظيمية. وعلى هذا النحو، تعاقب المصارفُ المركزية المؤسسات المالية بسبب تمسّكها بالنقد على أمل حثّها على زيادة إقراض الشركات والمستهلكين.

غير أن معدلات الفائدة السلبية يمكن أن تخفّض ربحية البنوك، وأن تشجع البنوك على المخاطرة المفرطة بحثاً عن عائدات أعلى، وقد يكون لها أثر محدود في تحفيز الاستثمار الحقيقي والنمو، في حين أن السياسة المالية التوسعية قد تكون أكثر فعالية.

١-٨-٤ السياسة النقدية (QE) والتشديد النقدي الكمي (QT)

في ظل الأزمة المالية التي شهدها العالم بين عامي ٢٠٠٧-٢٠٠٨ ، اضطر كثيرٌ من البنوك المركزية إلى تبنّي سياسات نقدية غير تقليدية للتعامل مع تداعياتها.

فعقب وقوع تلك الأزمة المالية العالمية،، عمد الأفراد والشركات إلى تكديس النقود بدلًا من الإنفاق والاستثمار. وهذا يؤدّي في العادة إلى انهيار الطلب الكلي، مسبِبًا مزيدًا من الانخفاض في الأسعار، وتباطؤ الإنتاج والناتج الحقيقي أو توقفهما، وارتفاع معدلات البطالة. وللتعامل مع حالات الركود الاقتصادي هذه، تستخدم الحكومات عادةً سياسات نقدية توسعية.

عندما يشعر البنك المركزي بالقلق إزاء مخاطر الركود وانخفاض معدّل التضخم انخفاضًا كبيرًا ، بإمكانه حينها أن يخفضَ سعر الفائدة الأساسي لتقليل تكلفة النقود وتحفيز الاقتصاد. كان الفارق الرئيس في الركود الذي أعقب الأزمة المالية العالمية هو أن البنوك المركزية في البلدان المتقدمة خفضت أسعار الفائدة. وعندما تقترب أسعار الفائدة بالفعل من الصِفر، بحيث لا تترك مجالاً لمزيد من خفض أسعار الفائدة، فإن البنوك المركزية تحتاج إلى أداة سياسية بديلة.

وهكذا اتجه كثيرٌ من البنوك المركزية في العالم الغربي إلى سياسة التيسير النقدي الكمي، التي تنطوي على ضخ النقد مباشرةً في الاقتصاد. تهدف هذه السياسة إلى تحفيز تدفق النقد في النظام الاقتصادي عندما تفشل العملية المتبعة عادةً في خفض أسعار الفائدة.

ولتطبيق هذه السياسة، تشتري البنوك المركزية الأصول مقابل النقد. من الناحية النظرية، يمكن شراء أيِّ أصول من أيِّ شخصٍ كان. أما من الناحية العملية، فينصبُّ التركيز على شراء الأوراق المالية (مثل الدَّين الحكومي، أو الأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية، أو حتى الأسهم) من البنوك. ويمكن أن يؤدِّي ضخ كميات إضافية من النقود في الاقتصاد عن طريق شراء السندات إلى آثار عدة منها:

- يحصل بائعُ السندات على نقود إضافية ومن ثَم فقد ينفقها، مما يساعد على تعزيز النمو.
- بدلًا من ذلك، قد يعمد البائع إلى شراء أصول أخرى، وبذلك يرفع الأسعار ويوفِّر السيولة لقطاعات الاقتصاد الأخرى، وهذا ما يُشعر الناسَ بتحسُّن أحوالهم ويشجعهم بالتالي على زيادة الإنفاق.
- شراء الأصول يعني ارتفاع أسعار الأصول وانخفاض العوائد، مما يقلّل تكلفة الاقتراض بالنسبة للشركات والأسر، وهذا بدوره يشجِّع على زيادة الإنفاق.
- تزداد الاحتياطات التي تحتفظ بها البنوك، مما قد يدفعها إلى زيادة الإقراض للمستهلكين والشركات؛ وهذا بدوره أيضًا يزيد الاقتراض ويُعزِّز الإنفاق.

تستند هذه السياسة إلى نظرية مفادها أنَّ النقد الإضافي ينساب عبر الاقتصاد كلّه، مما يؤدِّي إما إلى زيادة الإنفاق ومن ثَمّ تعزيز النمو، أو الحدّ من تأثير الركود الاقتصادي والحيلولة دون الدخول في مرحلة كساد.

أما ضدّ التيسير الكمي فيقف التشديد الكمي (QT). فعلى عكس التيسير الكمي، ينطوي التشديد الكمي على خفض العرض النقدي من خلال وقف عمليات شراء الأوراق المالية أو بيع الأوراق المالية المحتفظ بها بموجب التيسير الكمي. تُستخدم هذه العملية عادةً عندما تحتاج البنوك المركزية إلى السيطرة على التضخم أو منع تكوّن فقاعات الأصول. وبما أن انخفاض العرض النقدي يؤدي إلى زيادة تكلفة الاقتراض، فإن التشديد الكمي يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة. ومع ذلك، يتطلب تنفيذ التشديد الكمّي دراسة متأنية، لأنه قد يؤدي أيضاً إلى إبطاء النمو الاقتصادي وزعزعة استقرار الأسواق المالية إذا لم يتم تنفيذه بشكل صحيح. ومن ثم يتعين على البنوك المركزية أن تحقق التوازن بين تشديد السياسة النقدية للسيطرة على التضخم وضمان استمرار الاقتصاد في النمو بوتيرة مستدامة، في حين تواصل بشكل فعال إبلاغ السوق بإجراءاتها للحيلولة دون حالة انعدام اليقين وتقلبات السوق.

٥-٨-١ النظرية النقدية الحديثة (MMT)

في الآونة الأخيرة، تقترح "النظرية النقدية الحديثة" (MMT) إعادة التفكير في النظرية النقدية. وفي هذا السياق، تستند النظرية النقدية التقليدية إلى فكرة أن التغيير في العرض النقدي هو المحرك الرئيس للنشاط الاقتصادي - إذا زاد العرض النقدي في الدولة، سيزداد النشاط الاقتصادي والعكس صحيح. أمّا النظرية النقدية الحديثة فتقترح أنه لا ينبغي للحكومات أن تقيّد الإنفاق لمعالجة اقتصاد ضعيف الأداء، وبدلاً من ذلك يجب أن تستخدم السياسة المالية لتحقيق مستوى مناسب من التضخم إلى جانب أهداف اقتصادية أخرى أوسع نطاقاً.

ويكتسب اقتراحها بضرورة إعادة التفكير بشكل أساسي في دور الديون بالنسبة إلى البلدان للتعامل مع القضايا الاقتصادية زخماً، لا سيّما وأن البلدان تكافح من أجل التصدي للآثار الاقتصادي لوباء كوفيد-١٩. ومن بين مبادئها الرئيسة أن القطاع العام في اقتصاد متقدم حديث يجب ألا يحتاج إلى التخلف عن سداد ديونه السيادية بعملته المحلية، مهما كان حجم ديونه القائمة أو عجز ميزانيته. يشير هذا المنطلق إلى أنّه بسبب امتلاك حكومة ما القدرةَ على إصدار تعليمات لمصرفها المركزي لطباعة المزيد من الأوراق النقدية المحلية، فبإمكان هذه الحكومة أن تستخدم هذه الإمكانية لتخديم أوإعادة دفع أي كمية من السندات العامة التي تم إصدارها أو سدادها. ومن شأن ذلك أن يمكّن من تحقيق توسّع مالي كبير من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية.

بيد أن هذه السياسة لا تخلو من المخاطر. ويتلخّص الخطر الرئيس في أنها قد تؤدي إلى تضخّم خارج عن نطاق السيطرة. وبمجرد أن يترسخ التضخم، يُظهر التاريخ أنه إذا لم يتم كبحه، فإنه قد يخرج عن السيطرة بسرعة ويكون ضاراً للغاية من الناحية الاقتصادية. ولكنّ الانتقال من التحفيز إلى التقشف، ولا سيّما بشكل سريع، هو أمر صعب بسبب الطبيعة طويلة الأجل للعديد من الالتزامات المالية ومقاومة العامة.

٢- المصارف المركزية

هدف التعلّم

٥-١-٥ معرفة دور المصارف المركزية

المصرف المركزي أو المصرف الاحتياطي أو السلطة النقدية هي المؤسَّسة التي تدير عملة الدولة والعرض النقدي ومعدلات الفائدة. كما تشرف المصارف المركزية عادةً على النظام المصرفي التجاري للبلد الذي تعمل فيه.

تتمثل الوظيفة الأساسية لأي مصرف مركزي في التحكم بالعرض النقدي في الدولة بواسطة مهام فاعلة كإدارة معدلات الفائدة وتحديد متطلبات الاحتياطي القانوني والتصرف على أنها جهة إقراض للقطاع المصرفي في حالات الضرورة القصوى مثل حالات إعسار المصارف أو الأزمات المالية.

وبواسطة عمليات السوق المفتوحة، يمكن لأي مصرف مركزي التأثير على العرض النقدي في الاقتصاد. ففي كل مرة يشتري فيها أوراقاً مالية (كالسندات أو أذونات الخزانة الحكومية) فإنه يخلق النقود عملياً. يقوم المصرف المركزي بمبادلة النقود بالورقة المالية، وبالتالي فإنه يزيد العرض النقدي ويقلص الكمية المتوافرة من الورقة المالية التي يشتريها في الوقت نفسه. وفي المقابل، حين يبيع المصرف المركزي الأوراق المالية، فإنه يحدُّ من العرض النقدي.

تمتلك المصارف المركزية في العادة صلاحيات إشرافية، تستهدف الحد من سحب الودائع من المصارف والحد من مخاطر تورّط المصارف التجارية والمؤسسات المالية الأخرى في سلوك متهور أو احتيالي. وتعد المصارف المركزية في معظم الدول المتقدمة مصممة مؤسسياً لتكون مستقلة عن التدخلات السياسية. ومع ذلك، تمارس السلطتان التنفيذية والتشريعية صلاحيات محدودة عليها عادة، مثل تعيين محافظ بنك إنجلترا ورئيس مجلس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي في الولايات المتحدة.

مع تزايد اعتماد الدول على بعضها البعض في ميدان التجارة وتحقيق الازدهار، فإن التأثير السلبي لأزمة تندلع في منطقة ما ينتشر سريعاً حول العالم ويؤثر على الاقتصاد العالمي. وبالتالي فإنّ لهذا تأثير مباشر على اقتصادات أي دول تعتمد عليه. ونتيجة لذلك، فإنه منذ الأزمة المالية العالمية، شهدنا تعاون المصارف المركزية معاً، لا سيما تلك المصارف ضمن مجموعة العشرين في تنسيق سياساتها العامة الهادفة إلى حل المشاكل الاقتصادية العالمية.

يسعى مجلس الاستقرار المالي (FSB) إلى تعزيز الاستقرار المالي العالمي من خلال تنسيق تطوير السياسات التنظيمية والإشرافية وغيرها من السياسات الخاصة بالقطاع المالي، كما يقوم بالتواصل مع البلدان غير الأعضاء. وفي إطار دوره، يتولى مجلس الاستقرار المالي مهمة تقييم أوجه القصور التي تؤثر في النظام المالي العالمي بشكل منتظم، ودعم التخطيط للطوارئ بهدف إدارة الأزمات عبر الحدود للشركات المهمة بالنسبة إلى النظام المالي، وتنسيق أنشطة السلطات المالية الوطنية والهيئات المعنيّة بوضع المعايير.

٢-١ دور المصارف المركزية

تعمل المصارف المركزية في قلب النظام المالي لأيّ بلد. وتكون في معظمها هيئات عامة، على الرغم من أنّ عدد المصارف المركزية التي تعمل على نحوٍ مُستقلٍ عن سيطرة الحكومة أو التدخّل السياسيّ في تزايد مستمرّ، وإن عُيِّن رؤساء المصارف لأغراض سياسية. عادةً ما تتحمّل المَصارف المركزية المسؤوليات الآتية:

- العَمَل بصِفةِ مصرِف بالنسبة للنظام المصرفي الوطني عن طريق قُبول الودائع من المصارِف التجارية وإقراضها
- العَمَل بصِفةِ مَصرِف للحكومة
- إدارة **الدين العام**، مثل إصدار السندات الحكومية
- وضع القوانين التنظيمية للنظِام المصرِفي المَحلّي
- إقراض النِّظام المصرفي في حالات الضرورة القصوى أثناء الأزمات المالية لمنع الانهيار الشامِل للنِظام المَصرفي
- تحديد مُعدلات الفائدة الرسمية على المدى القصير
- السيطرة على العرض النقدي

- إصدار العملات الورقية والمَعدَنيّة
- الاحتفاظ بالاحتياطي الوطني من الذهب والعُملات الأجنبية للدّفاع عن قيمة عملة الدولة والتأثير عليها عن طريق التدخّل في أسواق العُمُلات
- توفير صندوق لضمان الودائع في المَصارِف.

لا شكّ في أنّ دور المصارِف المركزية في إدارة الاقتصاد المحلي وإقراض النِّظام المصرفي في حالات الضرورة القصوى يبقى موضع مراقبة ونقاش أثناء الدورة الاقتصادية الحاليّة.

لدى معظم المصارِف المركزية عددٌ من الأساليب المتاحة لتمكينها من أداء دورها في إدارة الاقتصاد. وقد تطرّقنا إلى دراسة الأدوات الرئيسة الثلاث بينها - تحديد أسعار الفائدة وعمليات السوق المفتوحة وسياسة الاحتياطي- في القسم ١-٨-٢ من هذا الفصل.

٢-٢ المصارف المركزية

الاحتياطي الفدرالي

يعود تاريخ نظام الاحتياطي الفدرالي (ويطلق عليه أيضاً اسم الاحتياطي الفدرالي أو اختصاراً، The Fed) في الولايات المتحدة إلى عام ١٩١٣. ويتألّف هذا المصرف- المعروف بـ (The Fed) من ١٢ مصرفاً من المصارف الفدرالية الإقليميّة، حيث يشرف كلٌّ منها على نشاطات المصارف في منطقته ويُوفر لها السيولة اللازمة.

على الرغم من تحرّر الاحتياطي الفدرالي من التدخّل السياسي، إلا أنه يُدار من قبل مجلس قوامُه سبعة أشخاص يُعيّنهم رئيس الولايات المتحدة. وتتكون "لجنة السوق المفتوحة الفدرالية" (FOMC) من هذا المجلس بالإضافة إلى رؤساء خمسة مصارف من المصارف الاثني عشر المذكورة آنفاً. يتحمل رئيس لجنة السوق المفتوحة، المُعيّن أيضاً من قبل الرئيس الأمريكي، المسؤولية عن قرارات اللجنة، التي يَنصبّ جلّ اهتِمامها على أداء واجِبها المنصوص عليه في القانون والمتمثّل في تعزيز استقرار الأسعار والتوظيف الكامل لعناصر الإنتاج؛ أو بعبارة أخرى السياسة النقدية.

تجتمع لجنة السوق المفتوحة الفيدرالية ثمان مرات في السنة (أي كل ستة أسابيع أو نحوَ ذلك) لدراسة أحدث البيانات الاقتصادية والعديد من المُؤشّرات الاقتصادية والمالية التي ترصدها لقياس صحة الاقتصاد، وذلك من أجل تحديد ما إذا كان ينبغي تَعديل سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية الحسَّاس للتغيرات الاقتصادية. وقد تعقد اللجنة في حالات نادرة جلسةً طارئةً، عندما تضطَّرها الظروف لذلك.

كجزء من أهداف سياستها النقدية، تنظر لجنة السوق المفتوحة الفيدرالية في التوظيف والتضخم: فهي تسعى إلى تحقيق أقصى قدر من التوظيف (أي مستوى التوظيف حيث يمكن لجميع الأفراد الراغبين والقادرين على العمل العثور على وظائف)، والتضخم بمعدل متوسط يبلغ ٢٪. على المدى الطويل. يمثل هذا الهدف معدل التضخم السنوي المطلوب الذي يسعى بنك الاحتياطي الفيدرالي إلى تحقيقه على المدى المتوسط. ويشكل هذا الهدف معياراً لتقييم فعالية السياسة النقدية في تعزيز استقرار الأسعار ودعم النمو الاقتصادي.

في حالات الضرورة القصوى، قام الاحتياطي الفيدرالي، بصفته مقرضاً للنظام المصرفي في الولايات المتحدة، عبر السنوات بإنقاذِ عددٍ من المؤسسات المالية والأسواق في الولايات المتحدة من الانهيار، وبذلك حالَ دون انتشار حالة من الذعر واسعة النطاق أو المخاطر الشاملة عبر أنحاء النظام المالي بواسطة الاستخدام الرشيد لسعر الفائدة على الأموال الفدراليّة.

المصرف المركزي الأوروبي (ECB)

يقع مقرّ المصرف المركزي الأوروبي في فرانكفورت، وقد شرع في تولّي مسؤولياته بوصفه مصرفاً مركزياً عند استِحداث عملة اليورو، في ١ يناير عام ١٩٩٩. ومنذ ذلك الحين تبنّت ١٩ دولة من بين ٢٧ عضواً في الاتّحاد الأوروبي عملة اليورو، الأمر الذي أدّى إلى نشوء منطقةٍ اقتصاديةٍ تُعرَف باسم منطقة اليورو (أي منطقة تتكون من الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي التي تبنت اليورو كعملة لها).

يُعدّ المصرف المركزي الأوروبي المسؤول الأساسيّ عن تحديد السياسَة النقديّة لمنطقة اليورو بأكملِها، ويسعى إلى تحقيق هدفٍ وحيد يتمثّل في الحفاظ على استقرار الأسعار داخل المنطقة. ويعمل المصرف على تحقيق هدفه المُتمثّل في إبقاء معدلات التضخم "قريبةً

من ٢٪، بحسب مؤشر أسعار المستهلك المتجانس (HICP)، بالرجوع إلى عوامل مثل سعر صرف اليورو والنمو في العرض النقدي التي قد تؤثّر على التضخّم.

يتولى رئيس المصرِف المركزي الأوروبي ومجلسه مسؤولية وضع السياسة النقدية للمصرف، ويتألف المجلس من محافظي المصارِف المركزية الوطنية في منطقة اليورو.

على الرغم من عَمَلِ المصرِف المركزي الأوروبي على نحوٍ مستقلٍ عن حكومات الدول الأعضاء بالاتحاد الأوروبي عند تنفيذ السياسة النقديّة، إلا أنه رضخ في بعض الأحيان للعوامل السياسية. وكان من بينِ عددٍ قليلٍ من المصارِف المركزية التي لم تتصرّف عموماً بصفة مقرض للنظام المصرفي في حالات الضرورة القصوى. لكن تسبّبت أزمة الديون السّيادية التي شهدتها أوروبا في عام ٢٠١١ في تغيير موقف المصرف المركزي، حيث اضطرَّ إلى تقديم دعمٍ كبيرٍ للمصارف الأوروبية على المدى القريب والبعيد على حدّ سواء.

ومن الجدير بالذكر أن استجابة البنك المركزي الأوروبي لجائحة كوفيد-١٩ اختلفت عن استجابة عديد من نظرائه. ففي حين اختار عددٌ من البنوك المركزية في جميع أنحاء العالم خفض أسعار الفائدة بشكل أكبر، اختار البنك المركزي الأوروبي التركيز على تعزيز الإقراض المصرفي وتوسيع برنامج شراء الأصول من خلال التيسير الكمي. وعكست هذه الإستراتيجية التحديات التي تواجه منطقة اليورو، حيث كانت أسعار الفائدة بالفعل عند مستويات منخفضة تاريخيا.

المصرف المركزي الياباني (BOJ)

لدى المصرف المركزي الياباني التزامٌ قانوني بالحفاظ على استقرار الأسعار، كما يحمل على عاتقه مسؤوليّةَ وضع السياسة النقدية في البلاد، وإدارة سعر صرف الين الياباني وإصداره، كما يعمل بمثابة مقرضٍ للنظام المصرفي الياباني في حالات الضرورة القصوى.

يتمّ صنع القرارات الأساسية المتعلقة بتوجّهات السياسة النقدية من قبل مجلسٍ مختصّ بوضع السياسة النقدية في اجتماعات السياسة النقدية (MPMs)، حيث يناقش المجلس في هذه الاجتماعات الوضعين الاقتصادي والمالي، ويرسم الخطوط العريضة لعمليات سوق النقد ويرسي توجّهات السياسة النقدية للمصرف في المستقبل القريب، كما يعلن عن قراراته مباشرة بعد الاجتماع المعني. واستناداً إلى هذه الخطوط العريضة، يحدّد المصرف مقدار عمليات سوق النقد اليومية، ويختار أنواع الأدوات التشغيلية، ويوفّر الأموال في السوق ويستوعب الفائض منها.

المصرف المركزي البريطاني (BoE)

تأسّس المصرف المركزي البريطاني، المعروف باسم **بنك إنجلترا (BoE)**، في عام ١٦٩٤، لكنّه لم يحصل على استقلاله التشغيلي في وضع السياسة النقديّة حتى عام ١٩٩٧، على غرار ما حدث في معظم الدول المتقدمة الأخرى، وذلك بالتزامن مع تأسيس لجنة السياسة النقدية (MPC) لمصرف إنجلترا. وكانت سياسات المصرف تخضع في السابق للتدخُّلات السياسية.

يسعى هذا المصرف إلى تحقيق هدفين أساسيين:

- **الاستقرار النقدي** يعني أسعاراً مستقرَّة وثقةً في استقرار العملة. وتنطوي الأسعار المستقرة على تحقيق الهدف الذي حدّدته الحكومة لمستوى التضخُّم.
- **الاستقرار المالي** يشير إلى تحديد الأخطار التي تهدّد النظام المالي ككل والحدّ منها. يُعَدّ الوصول إلى نظامٍ ماليٍّ سليمٍ ومستقرٍ أمراً مهماً في حد ذاته كما يُعَدّ مسألة حيوية لضمان كفاءة السياسة النقدية.

وينصبّ التركيز الأساسي للجنة السياسة النقدية على هدف الحفاظ على مستوى التضخّم ضمن الحدود التي حدّدتها الحكومة. وتحقِّق ذلك عن طريق تحديد معدل الفائدة الأساسي (base rate)، ومنذ نوفمبر عام ٢٠٠٣ ظلّ هدف السياسة النقدية الحفاظ على معدل الفائدة الأساسي عند ٢٪ على مدى عامين مُتتاليين بحسب مؤشر أسعار المستهلك (CPI)؛ ويشير معدل الفائدة الأساسي إلى معدل الفائدة القصير الأجل المحدّد إدارياً في المملكة المتحدة، ويمثّل الأداة السياسية الرئيسة للجنة السياسة النقدية. ويجب على اللجنة أثناء اجتماعاتها الشهرية تدارس العوامل كلها التي يمكن أن تؤثر على مقياس التضخم الذي تستخدمه على المدى القصير والمتوسط معاً، ومنها مستوى سعر الصرف ومعدل نمو الاقتصاد وكمية الاقتراض والإنفاق بين المستهلكين والتضخم في الأجور إلى جانب أي تغييرات تطرأ على خطط الإنفاق الحكومي ونظام الضرائب.

المصرف الشعبي الصيني (PBC, PBoC أو PBOC)

يُعَدّ المصرف الشعبي الصيني المصرفَ المركزي الصيني. وهذا المصرف مسؤول عن وضع السياسة النقدية وتنفيذها وضمان الاستقرار المالي، كما أنه مسؤول عن إدارة احتياطيات النقد الأجنبي الضخمة في الصين بالإضافة إلى احتياطياتها من الذهب. ويكمن هدفُ السياسة النقدية للمصرف في الحفاظ على استقرار قيمة العملة، وبالتالي تعزيز النمو الاقتصادي. ويتم تحديد السياسة عن طريق لجنةٍ للسياسة النقدية.

لطالما كان استقلال بنك الشعب الصيني الذي يعمل تحت ملكية الدولة وتمويلها، محلَّ تدقيق وتمحيص. ومع ذلك، فقد بُذلت على مر السنين جهود لتعزيز التواصل مع الأسواق المالية.

مصرف كندا

يُعَدّ مصرف كندا المصرف المركزي في كندا، وهدفه "تعزيز الرفاهية الاقتصادية والمالية في كندا". وقد تأسّس في عام ١٩٣٤ بصفة شركة مملوكةٍ للقطاع الخاص، وأصبحت هذه الشركة مملوكةً للدولة وتابعةً للحكومة الفدراليّة عام ١٩٣٨، على الرغم من أن المصرف يتمتع باستقلالية كبيرة في ممارسة نشاطاته بالمقارنة مع معظم المؤسسات الفدراليّة الأخرى.

٣- نظرية الاقتصاد الجزئي

ينظر الاقتصاد الجزئي إلى الاقتصاد من زاوية الآليات التي يتبعها الأفراد والشركات عند توزيع الموارد المحدودة من أجل رفع المستوى المالي للفرد أو تحسين الإنتاج والقدرة على تحقيق الأرباح والنمو بالنسبة للشركة. ويسعى الاقتصاد الجُزئي إلى تحليل بعض جوانب السلوك البشري من أجل شرح كيفية استجابة الأفراد والشركات للتغييرات في الأسعار والأسباب التي تدفعهم إلى المطالبة بمستوياتٍ معيّنةٍ للأسعار.

٣-١ العلاقة بين العرض والطلب

هدف التعلّم

٥-٢-١ معرفة آلية تحديد السعر والعلاقة بين العرض والطلب: منحنى العرض؛ منحنى الطلب؛ أسباب الانتقال في المنحنيات؛ مرونة الطلب؛ التغيّر في السعر؛ التغيّر في الطلب

تُحدّد الأسعار والناتج في الاقتصاد الحرّ بواسطة التفاعل بين الطلب على السلع والخدمات من قبل الأفراد وعرض المنتجات من قبل الشركات.

يمكن أن نفهم هذا بسهولة إذا أدركنا أن الموارد المتاحة للإنفاق موارد محدودة ويجب اتّخاذ قرارات سديدة بشأن أوجه إنفاق تلك الموارد. بالنسبة للفرد، تشتمل هذه الموارد الشحيحة على الوقت والمال والمهارات. وينطبق المبدأ نفسه على المستوى القومي، حيث تتضمن الموارِد المحدودة الموارد الطبيعيّة والأرض واليد العاملة ورأس المال والتكنولوجيا.

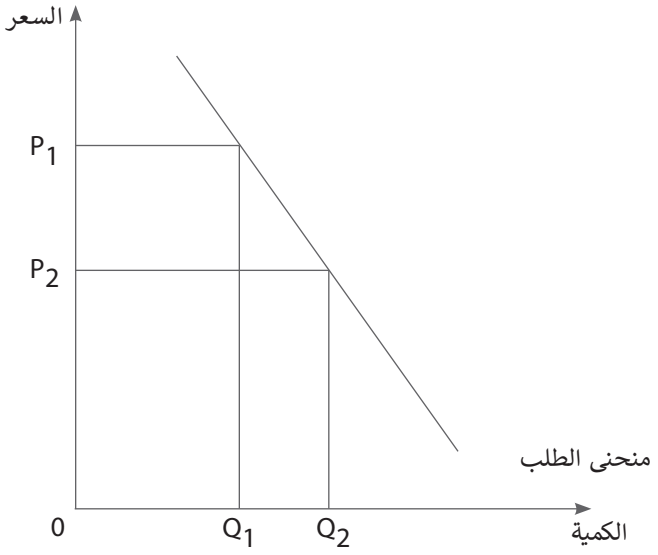
تنطوي العلاقة بين العرض والطلب على كيفية توزيع الموارد، وتسعى النظريات الاقتصادية المعنيّة بالطلب والعرض إلى شرح السبل التي تؤدّي إلى توزيع هذه الموارد على النحو الأمثل. ونتيجة لذلك، سندرس فيما يأتي قانون الطلب وقانون العرض.

٣-١-١ مُنحنى الطلب

يشير الطلب إلى كميّة المُنتَج التي يرغب الأفراد في شرائها مقابل سعرٍ معينٍ. وتُعرف العلاقة بين السعر والكمية المطلوبة باسم علاقة الطلب.

ينصّ قانون الطلب على انخفاض الطلب على المنتَج كلّما ارتفع سعره بشرط ثبات العوامل الأخرى. ويمكن تعليل ذلك، نظرياً، بأن الأفراد سوف يشترون كميات أقلّ من المنتَج إذا ارتفع سعره، لأنّ ذلك سَيُجبرهم على التخلي عن استهلاك هذا المنتَج والبحث عن بديل آخر (سوف نرى في القسم ٣-٢، أنّ هذا ليس بالضرورة هو الحال في الممارسة العملية!).

يوضح الرسم البياني أدناه **منحنى الطلب**، الذي يمثّل الكميّة التي سيشتريها المستهلكون من منتَج معيّن بسعرٍ محدّد.

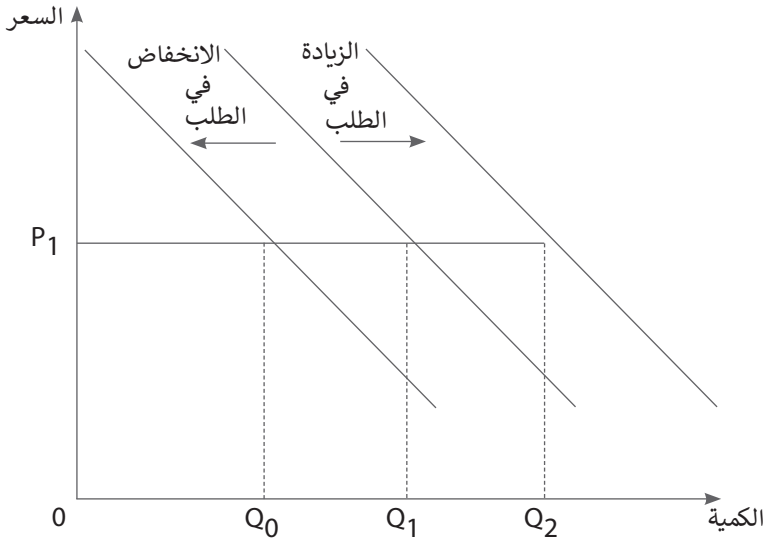


الشكل ١: مُنحنى الطلب

على الرغم من الإشارة إلى المنحنى السّابق باسم مُنحنى الطلب، سوف تلاحظ أنه يأخذ شكل خطٍّ مستقيم سالب الميل. وهذا يمثّل العلاقة العكسية بين سعر السلعة والكَميّة المطلوبة منها. تُمثّل نقطة التقاطُع على المُنحنى بين السِّعر (P1) والكمية (Q1) مستوى الطلب على المُنتج، بينما تُوضّح النقطة التي يتقاطع فيها Q2 وP2 أنّ الطلب على المنتج سيزداد إذا قلّ السعر. والعكس صحيح أيضاً إذا شهدت الأسعار ارتفاعاً.

إذاً، يؤدي أي تغيير في سعر أيّ سلعة إلى استحداث حركة على طول مُنحنى الطلب.

يمكن أن تحدث تغييرات في مُنحنى الطلب أيضاً نتيجةً لعوامل أخرى غير السعر، وسوف يؤدي ذلك إلى تحوّل في منحنى الطلب باتجاه اليمين أو اليسار كلما زادَ الطلبُ على السلعة أو قلّ. يظهر هذا في الشكل ٢.



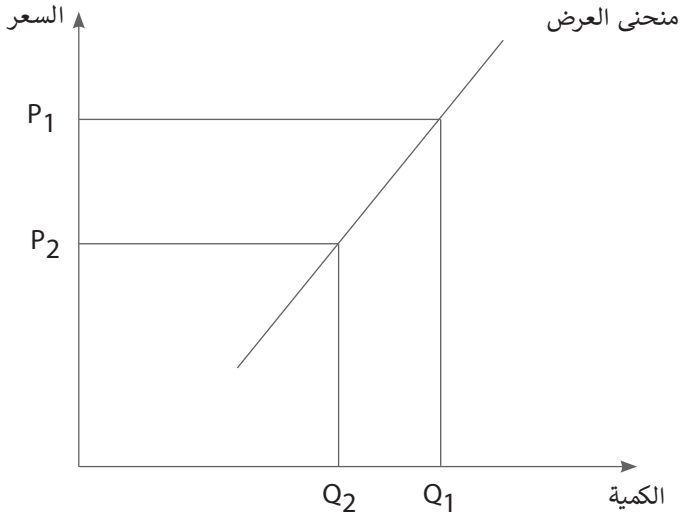
االشكل ٢: الانتقال في مُنحنى الطلب

يمكن أن تنتج مثل هذه التحولات المتوازية عن الأسباب الآتية:

- **تغيّر أسعار السلع الأخرى** - يعتمد اتّجاه التّحول على ما إذا كانت هذه السلع الأخرى **بدائل** يمكن شراؤها بدلاً من المنتَج الذي يتغير سعره، أو سعر **سلعة مكمِّلة** يشتريها المستهلك عادةً بالتزامن مع المنتج.
- **النمو في دخل المستهلكين** - ينبغي أن يؤدي الارتفاع في الدخل إلى زيادة الطلب على السلع عند كلٍّ من مستويات الأسعار، أي انتقال منحنى الطلب باتجاه اليمين، على افتراض أن السلعة سلعةٌ عادية (أي السلع الكمالية وبعض المستلزمات اليومية). وينطبق ذلك على السلع الكمالية جميعاً وبعض المستلزمات اليومية. لكن إذا كانت السلعة أقل أهمية (سلعة رديئة)، حينئذٍ ينتقل منحنى الطلب إلى اليسار استجابةً لعزوف المستهلكين عن شراء هذا المنتج وتحوّلهم إلى منتجٍ آخر أكثر جاذبية أو أكثر ابتكاراً.
- **تغيّر أذواق المستهلكين** - قد يؤدي هذا أيضاً إلى انتقال مُنحنى الطلب إما إلى اليسار أو اليمين بناءً على ما إذا كان المُنتج دارج الاستِخدام حالياً أم لا.

٣-١-٢ منحنى العرض

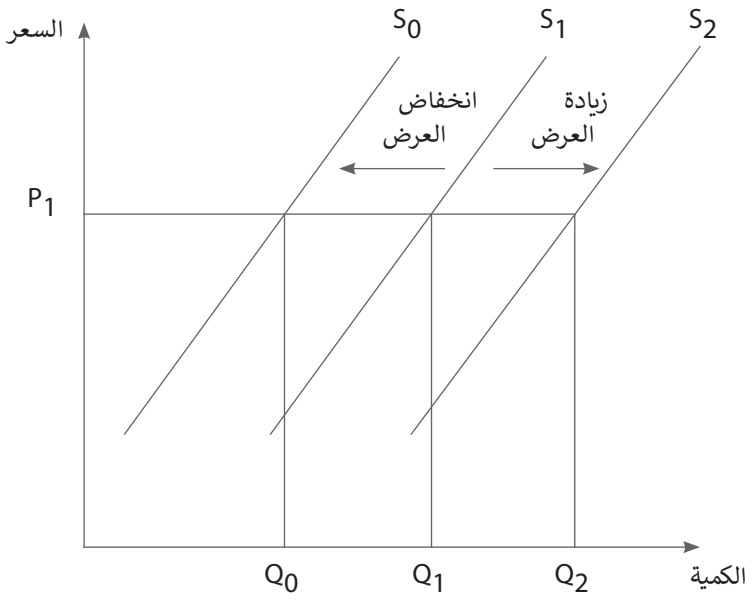
يشير العرض إلى كمية السلعة التي يرغب المنتجون في توفيرها عند سعر معين. ويتجلى هذا في **مُنحنى العرض**، الذي يظهر في الشكل أدناه.



الشكل ١: مُنحنى العرض

تُظهر علاقة العرض ميلاً باتجاه الأعلى، ما يعني أنه كلما ارتفع سعر السلعة، ازدادت الكمية التي يعرضها منها، فالبيع بسعر أعلى يؤدّي إلى زيادة الإيرادات.

ينتج عن الحركة على طول منحنى العرض توريد كمية أكبر كلما ارتفعت الأسعار. لكن، كما ذكرنا سابقاً، يمكن أن يؤدّي التغيير الذي يطرأ على أيٍّ من العوامل الأخرى غير التغيير في سعر السلعة إلى حدوث انتقال في منحنى العرض التحول إمّا باتجاه اليسار أو اليمين.



الشكل٤: الانتقال في مُنحنى العرض

وعلى سبيل المثال، تؤدي الزيادة في تكلفة الإنتاج الناجمة عن ارتفاع أسعار الموارد إلى انتقال منحنى العرض نحو اليسار. بالمقابل، سينتقل المنحنى باتجاه اليمين في حال وُجدت عملية إنتاج أكثر كفاءة نتيجة استخدام تكنولوجيا الإنتاج المتطورة، أو في حال تنامي المنافسة في السوق في ظلّ دخول شركات جديدة إلى القطاع.

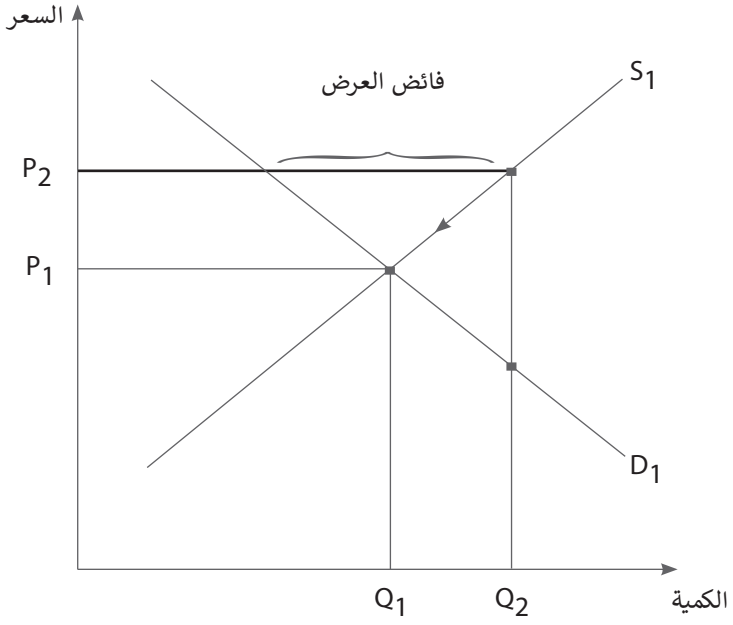
لكن، وعلى عكس مُنحنى الطلب، تتأثر علاقة العَرض تأثراً شديداً بعامل الزمن، حيث لا يمكن للمنتجين الاستجابة بسرعة للتغيرات في الطلب أو السِّعر.

٣-١-٣ حالة التوازن

يحدّد التفاعل بين العرض والطلب كمية السِّلع وسعرها في السوق. وتُعرف هذه النتيجة بالوصول إلى حالة توازن، كما هو مُوضّح في الشكل ٥.

عند هذه النقطة، يتساوى العَرض والطَلب، حيث يتم إنتاج كمية من السلعة Q1 بسِعر P1. يُعرف P1 على أنه سعر التوازن السوقي (market clearing price). فعلى سبيل المِثال، إذا تم إنتاج الناتج Q2 بدلاً من Q1، سيتمخض عن الطلب غير الكافي على هذه السلع بالسعر P2 تراكم مَخزون فائِض من السلعة، وبالتالي سوف ينكمشُ الإنتاج حتى ينخفض سعرُ هذه البضائع غير المُباعة إلى مستوى يعادل سعر التوازن السوقي، أي P1.

سواء كانت البضائع التي نتحدّث عنها الكعك المُحلّى أو المشتقات الماليّة، في حالة السوق الحرة، تعيد آلية عمل الأسعار العرض والطلب إلى حالة التوازن دائماً. يعرف هذا باسم **قانون ساي (Say's Law)**: العرض يخلق الطلبَ الخاص به. ويكفي النظر إلى متجر الفواكه والخضروات في السوق المحلية حتى نرى السوق الحرة تعمل عند أعلى مستويات الكفاءة، حيث يعكس التسعير كلاً من العرض والطلب.



الشكل٥: حالة التوازن

٣-٢ مرونة الطلب

يُشير مُنحنى الطلب إلى أن الطلب يتغيّر بما يتّناسب مع التغيّرات في السعر. ليست هذه هي الحال في الواقع، حيث أن بعض السلع تُعَدّ ضروريّةً بالنسبة للمستهلك أكثر من غيرها، ولذلك يمكن أن يكون الطلب عليها غير حسّاسٍ لتغيُّرات السعر (سلع غيفن Giffen goods)، ويُعزى ذلك إلى حاجة المُستهلكين إلى شراء المنتج حتى لو ارتفع سعره. بالإضافة إلى ذلك، قد تصنَّف السلع "الفاخرة" مثل الأزياء الراقية والساعات الفاخرة ضمن هذه الفئة أيضاً. وعلى العكس من ذلك، لا تصنَّف سلع أخرى من الضرورات ضمن هذه الفئة لذا يحجم المستهلكون عن شرائها عند ارتفاع أسعارها.

يسعى علم الاقتصاد إلى شرح هذه العلاقة عن طريق الإشارة إلى درجة تفاعل منحنى الطلب أو العرض مع التغير في السعر بمصطلح مرونة المنحنى.

يقال إنّ المنتَج مرنٌ للغاية إذا أدى حدوث تغيّر طفيفٍ في السعر إلى تغيّر حادٍ في الكمية المطلوبة أو المتوافرة مثل السلع الكمالية. بالمقابل، يُقال إنّ المنتَج غير مرن عندما تُحدث التغيرات في السعر قدراً طفيفاً من التغيّر في الكميّة المطلوبة أو المتوافرة كما هي الحال مع المستلزمات الضرورية مثل الطعام والتدفئة.

هناك ثلاثة أنواع من مرونة الطلب التي ينبغي علينا النظر فيها: المرونة السعرية، والمرونة التقاطعية، و**مرونة الطّلب الدَّخلية (YED)**. سوف يتم شرح كل من هذه الأنواع في الفقرات القادمة.

١-٢-٣ المرونة السعرية للطلب (PED)

يعدّ السّعر من أهم العوامل التي تؤثّر على الطلَب على سلعة ما. تقيس **مرونة الطلب السعرية (PED)** مدى تغيّر الطلب على سلعةٍ معينةٍ بما يتناسب مع التغيرات الطفيفة في سعرها. وتُحسب كما يلي:

$$\text{المرونة السعرية للطلب} = \frac{\text{النسبة المئوية للتغيّر في الكمية المطلوبة}}{\text{النسبة المئوية للتغيّر في السعر}}$$

عبر معرفة المرونة السعرية للطلب على مُنتَجٍ ما، تستطيع الشركات احتساب أثر الارتفاع أو الانخفاض الطفيف في السعر على إجمالي الإيراد الناتج عن بيع المنتَج.

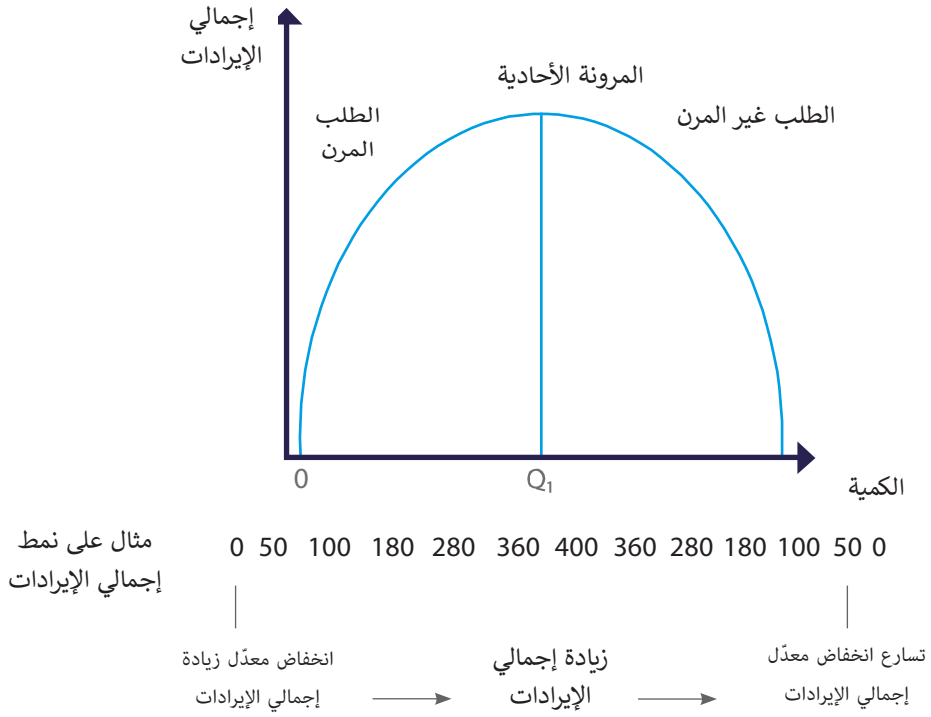
مثال

يبلغ سعر أداة مالية دولارين، وتباع منها ١٠٠٠ وحدة. لكن إذا خفّضت الشركة المنتِجة السعرَ إلى ١,٩٠ دولار لكل وحدة، فستبيع عندئذ ١٢٠٠ وحدة. وبذلك، يؤدّي تخفيض السعر بنسبة ٥٪ إلى زيادة حجم المبيعات بنسبة ٢٠٪، وبالتالي يزيد إيراد المبيعات الإجمالي من ٢٠٠٠ دولار (١٠٠٠ وحدة × ٢ دولار) إلى ٢,٢٨٠ دولار (١٢٠٠ وحدة × ١,٩٠ دولار).

وبذلك تكون المرونة السعرية للطلب على الأداة +٢٠٪/-٥٪ = -٤. وتُشير بذلك إلى أن انخفاض السعر بنسبة ٥٪ يؤدّي إلى زيادةِ الكمية المطلوبة بمعدّل أربع مرات.

يقال إنّ الطلب مرن إذا تسبب ارتفاع السعر بنسبة ١٪ بانكماش في الطلب بنسبة تزيد على ١٪، أمّا إذا نتج عن التغير في السعر بنسبة ١٪ تغيّر في الطلب بنسبة أقل من ١٪، قيل عندها إنّ الطلب غير مرن. ويحدث الطلب الأحادي المرونة عندما يتغيّر الطلَب والسعر بنِسب متكافئة. وكما ذكرنا سابقاً، تبدي السلع الكماليّة مرونة نسبية في الطلب بينما تتبع الحاجات الأساسية نمطاً من الطلب غير المرن.

نادراً ما تكون منحنيات الطلب مرنةً أو غير مرنة. فبينما تتّجه إلى أسفل منحى الطلب، يؤدّي الانخفاض المتعاقب للسعر إلى تناقص الزيادة في المبيعات وإبطاء المُعدّل الذي يزداد بموجبه مجموع الإيرادات الكلّي. ويصل إجمالي الإيرادات إلى أعظم مستوى له عند نقطة المرونة الأحادية، كما يوضّح الشكل أدناه.



الشكل ٦: المرونة السعرية للطلب وإجمالي الإيرادات

تُعَدّ معرفة المرونة السعرية للطلب (PED) على سلعةٍ أو خدمةٍ ما مفيدة للغاية لا سيّما عندما ترغب شركة في توظيف إستراتيجية التمييز في الأسعار (discriminatory pricing) أو التسعير التفاضلي (differential)، وذلك بتقسيم سوقِ مُنتجاتها إلى شرائح عدّة وفرض رسوم مُختلِفة لكل شريحةٍ في السوق على حِدة. على سبيل المثال، تلبي شركات السكك الحديدية الطلب غير المرن لخدمات النقل في ساعات الذُّروة بفرض أسعار أعلى بكثير على بطاقات السفر في ساعات الذروة مقارنةً بالسفر المرن خارج أوقات الذروة. كما تقوم شركات تصنيع السيارات الكبرى التي تنتج عدداً كبيراً من العلامات التجارية باستخدام إستراتيجية التمييز في الأسعار لمختلف العلامات التّجارية التي تنتجها.

هناك العديد من العوامل التي تؤثِّر في المُرونة السّعرية للطلب على سلعة ما، ومنها:

- **السلع البديلة** - قد يواجه المستهلكون صعوبةً على المدى القصير في تعديل سلوكهم أو أنماط إنفاقهم استجابة لارتفاع الأسعار ما لم يكن هناك بديلٌ مناسب. وأفضل مثالٍ على ذلك، الارتفاع في تكاليف السفر بالقطار في أوقات الذُّروة التي يواجهها الموظّفون الذين يستقلون القطار يومياً للوصول إلى أماكن عملهم في مركز المدينة. لكن إذا توافرت لهم بدائل لوسيلة النقل هذه بمرور الوقت، ستزداد المرونة السّعرية للطلب على هذه السلعة أو الخدمة على نحوٍ مُتزايد. فتوافُر البدائل يُغيّر أنماط الإنفاق.
- **النسبة المئوية من إجمالي دخل الفرد، أو مِيزانية الفرد، المخصّصة لشراء السلعة** - عادةً ما تفتقر السِّلع التي يخصِّص لها الفرد نسبةً ضئيلةً من الدخل إلى المرونة السّعرية.
- **السلع المسبِّبة للإدمان** - تفتقر السلع التي يمكن أن تجعل صاحبها مُدمناً، مثل التبغ، إلى المرونة السِّعرية أيضاً.

٣-٢-٢ مرونة الطلب التقاطعية (XED)

تقيس **مرونة الطلب التقاطعية (XED)** التغيّر في الكميّة المطلوبة مقابل التغير في سعر سلعة بديلة أو **مُكمّلة**.

تُحسبُ مرونة الطلب التقاطُعيّة على النحو الآتي:

$$\frac{\text{النسبة المئوية للتغير في الكمية المطلوبة ٪}}{\text{النسبة المئوية للتغير في سعر السلعة البديلة أو المكمّلة ٪}}$$

من الناحية النظرية:

- تتميّز السلع البديلة بمرونة طلب تقاطعية (XED) إيجابيةٍ. فعلى سبيل المثال، إذا ارتفعت أسعار السيارات، يزيدُ الطلب على وسائل النقل البديلة.
- وتتميز السلع المكملة بمرونة طلب تقاطعية (XED) سلبيةٍ. فعلى سبيل المثال، إذا ارتفع سعر البنزين والديزل، سينخفضُ الطلب على السيارات.

مع ذلك، ليس هذا هو الحال دائمًا بالضرورة. فخلال فترة التعافي الاقتصادي بعد جائحة كوفيد-١٩، على سبيل المثال، لم ينخفض الطلب على السيارات كما كان متوقعًا على الرغم من ارتفاع أسعار الوقود. وواصل كثير من البشر شراء السيارات لتجنب وسائل النقل العام، وهو ما كان يُنظر إليه على أنه يشكل خطرًا صحيًا أكبر أثناء الجائحة. وبالتالي، يمكن لعوامل أخرى في بعض الأحيان أن تتغلب على العلاقات الاقتصادية النموذجية بين السلع التكميلية - في هذا المثال، المخاوف الصحية ومنظورات السلامة.

٣-٢-٣ مرونة الطلب الدَّخلية (YED)

تقيسُ **مرونة الطلب الدخلية** (YED) حساسية الطلب بالنسبة لدخل الفرد المتاح للإنفاق، وتُبرزُ النسبة المئوية للتغيّر في الكمية المطلوبة في حال حدوث تغيّر بسيط في الدخل.

تُحسَب مرونةُ الطّلب بالنسبة للدخل بالعلاقة:

$$\frac{\text{النسبة المئوية للتغير في الكمية ٪}}{\text{النسبة المئوية للتغير في الدخل ٪}}$$

كما أشرنا في القسم ٣-١-١، يؤدي ارتفاع الدخل إلى زيادة في الطلب على السلع العادية. وبالتالي، تتمتع السلع العادية كافّة بمرونة طلبٍ دخلية إيجابيةٍ. ويجري تمثيل هذا بانتقالٍ موازٍ نحو اليمين في منحنى الطلب. وبالتعريف، تحظى السلع الكمالية بمرونة طلب دخلية أعلى من الواحد، فكُلّما ازداد دخلُ المستهلك، تزداد النسبة من دخله المخصَّصة للإنفاق على السلع الكمالية بمُعدّل أكبر.

أما السلع الضرورية، فتتمتّع بمرونة طلبٍ دخليّة تساوي الواحد أو أقلّ من واحد. ولبعض هذه المستلزمات قيمٌ إيجابية، ولبعضها الأخرى نسبة مرونة سالبة. وعادة ما تكون السلع ذات نسبة المرونة السالبة سلعاً أقلّ أهميّة. على سبيل المثال، شهدت مستويات الدخل المرتفعة اتجاه المستهلكين بعيداً عن مُشغلات الأقراص المضغوطة (السي دي) (CDs) - التي كانت تُعَدّ فيما مضى سلعةً كمالية- والاتجاه نحو استخدام الأجهزة الخليوية ذات الأنظمة الموسيقية المدمجة الأفضل تكنولوجيّاً.

إن معرفة مرونة الطلب الدخلية الخاصّة بسلعة أو خدمة معينة أيضاً يساعد الشركات على التخطيط للإنتاج المُستقبلي ويُساعد الحُكومةَ على اتخاذ القرارات المتعلّقة بكيفية زيادة إيراداتها عن طريقِ فرض الضرائب غير المباشرة (أو ضرائِب الإنفاق)، مثل ضريبة القِيمة المُضافة (VAT)، بناء على توقّعات نمو الدخل.

٣-٣ نظرية الشركة

هدف التعلّم

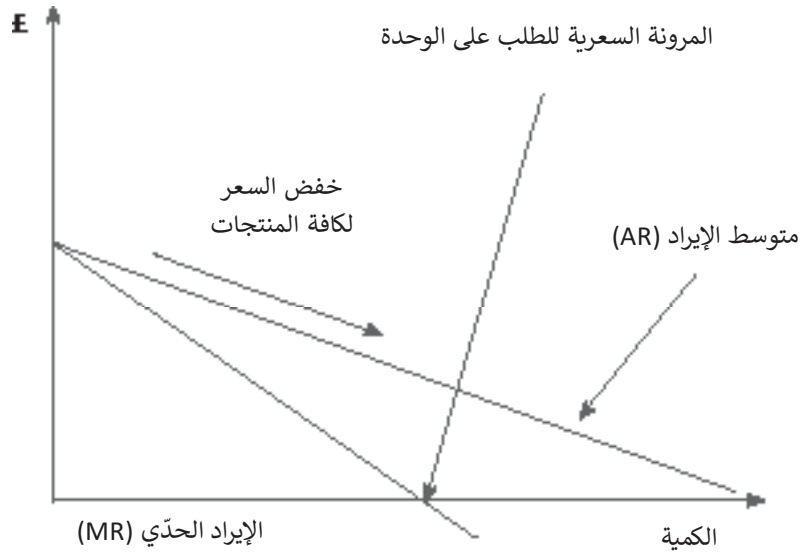
٥-٢-٢ معرفة نظريّة الشركة: زيادة الربح؛ التكاليف على المدى القريب والبعيد؛ العوائد المتزايدة والمتناقصة على عوامِل الإنتاج؛ وفورات الحجم (Economies of scale) وعدم وفورات الحجم (Diseconomies of scale)

يفترض علم الاقتصاد أن الشركات تسعى بكل بساطة إلى تحقيق الحدّ الأقصى من الأرباح. على الرغم من أن الشركات قد يكون لها أهداف أخرى، (وسوف نتطرق إليها في هذا الكتاب)، لكنَّنا سنقبل هذا الافتراض لغرض التحليل المستمرّ.

١-٣-٣ زيادة الربح

تقوم الشركات بمضاعفة الربح إلى أقصى حد ممكن عندما يتساوى **الإيراد الحدّي (Marginal Revenue MR)** مع **التكلفة الحدية** (Marginal Cost MC)، أي أن الشركة تستمر بتصنيع وحدات من مُنتَج معيَّن حتى تتساوى الإيرادات الإضافية، أو الحدّية، الناتجة عن بيع وحدة إضافية واحدة مع تكلفة إنتاج هذه الوحدة الإضافية. بعبارة أخرى، الإيراد الحدي هو الإيراد الإضافي الناتج عن بيع وحدة إضافية.

لذلك، تتم زيادة الأرباح عندما: الإيراد الحدي = التكلفة الحدية (MR = MC). ويتضح ذلك في الرسم البياني الآتي.



الشكل ٧: إجمالي الإيرادات الحديّة والمُتوسطة

رأينا أنه كلما زاد عدد الوحدات من منتَج معيَّن، انخفضَ متوسّط سعر الوحدة الذي نتوقّع أن ندفعه. ونمثِّل هذا عادة باستخدام منحنى متوسط الإيرادات (Average Revenue AR)، الذي يعدّ أيضاً منحنى يوضح الطلب على المنتج. متوسط الإيرادات هو السعر لكل وحدة.

يمثِّلُ منحنى الإيراد الحدي المبلغ الإضافي الذي يتناقص تدريجياً من الإيرادات الواردة من بيع كل وحدةٍ إضافيةٍ من المُنتج حين ننتقل تنازلياً على منحنى متوسّط الإيرادات. نُلاحظُ أن ميل منحنى الإيراد الحدي أكثر حدةً من ميل منحنى متوسط الإيرادات نظراً لهذه المساهمة المتناقصة تدريجياً في إجمالي الإيرادات مع تزايد عدد الوحدات المباعة.

يكون الإيراد الحدي أقل دائماً من متوسط الإيرادات. لتوضيح ذلك، فلننظر إلى مثال.

مثال

تمثّل شركة احتكارية المنتِجَ الوحيد لأداة معينة. إذا كان بإمكان الشركة بيع أداة واحدة مقابل ١٠ دولارات، فإن إجمالي الإيرادات ومتوسط الإيرادات والإيرادات الحدّية من بيع هذه الوحدة الواحدة هي ١٠ دولارات.

ولكن من أجل بيع وحدة ثانية، لابد من خفض السعر (أي متوسط الإيرادات)؛ إلى ٩ دولارات على سبيل المثال لكل أداة. ارتفع إجمالي الإيرادات من ١٠ دولارات إلى ١٨ دولاراً (أي ٩ دولارات × وحدتين)، والإيرادات الحدية ٨ دولارات (أي ١٨ - ١٠ دولارات).

إذا كان بيع أداة ثالثة يتطلب خفض السعر إلى ٨ دولارات للوحدة، فإن الإيرادات الإجمالية تصبح الآن ٢٤ دولارًا (أي ٨ دولارات × ٣ وحدات)، وبالتالي فإن متوسط الإيرادات ينخفض إلى ٨ دولارات للوحدة (أي ٢٤ دولارًا / ٣) والإيرادات الحدية تنخفض إلى ٦ دولارات (أي ٢٤ دولارًا - ١٨ دولارًا).

يوضح الجدول أدناه كيفية حساب إجمالي الإيرادات، وكيفية استخلاص متوسط الإيرادات والإيرادات الحدية من هذه القيم.

الكمية Q	السعر P	إجمالي الإيرادات TR = Q x P	متوسط الإيراد	الإيراد الحدّي
١	$١٠	$١٠	$١٠	$١٠
٢	$٩	$١٨	$٩	$٨
٣	$٨	$٢٤	$٨	$٦
٤	$٧	$٢٨	$٧	$٤
٥	$٦	$٣٠	$٦	$٢
٦	$٥	$٣٠	$٥	$٠

سوف تؤدّي أي مبيعات إضافية بعد نقطة تقاطع منحنى الإيراد الحدي مع المحور الأفقي إلى انخفاض مجموع إيرادات الشركة. وبإنتاج كمية البضائع عند هذه النقطة وبيعها، تزيد الشركة عوائدها إلى أقصى حد ممكن. يذكر أنه عند هذه النقطة على منحنى الطلب، أو منحنى متوسط الإيرادات، تنشأ مرونة الطلب السِّعرية الأحادية للمنتَج. ويكون منحنى الطلب تحت هذه النقطة غير مرن، لذا فإنّ أيّ انخفاض في السعر إلى أدنى من ذلك نتيجة زيادة مبيعات المنتج سيؤدي إلى خفض إجمالي إيرادات الشركة.

٢-٣-٣ التكاليف على المدى القصير والطويل

الكمية التي ينتجها المصنّع والتي سيتم تحديدها من خلال التكاليف.

في الاقتصاد، يكون التعامل مع التكاليف فريدًا من ثلاثة جوانب:

١. لا يتم تعريف التكاليف بوصفها تكاليف مالية بل تكاليف الفرص البديلة؛ أي تكلفة التخلي عن الخيار البديل.
٢. تتضمّن التكلفة ما يُسمى **الربح العادي**، أو مُعدّل العائد المطلوب لكي تتابع الشركة نشاطها التجاري.
٣. يُميّز علم الاقتصاد بين التكاليف على المدى القصير والتكاليف على المدى الطويل عند تحليل السلوك الّذي تنهجهُ التكاليف.

التكاليف على المدى القصير والعوائد المتزايدة والمتناقصة

على المدى القصير، من المُفترض أن يكون الرصيد المتاح لكلّ شركة من معدات الإنتاج وكفاءتها في عملية الإنتاج ثابتين. ويؤدّي ذلك إلى نشوء ما يعرف بـ "التَّكلفة الثابتة"؛ وتسمّى ثابتة لأنّ الشركة ستتكبّد هذه التكاليف بغض النظر عن كمية الإنتاج.

تُعَدُّ اليد العاملة والمواد الخام الموارِدَ الوحيدة المتوافرة للشركة بكميات متفاوتة على المدى القريب. وبالتالي تسمّى هذه التكاليف تكاليف مُتغيّرة.

على المدى القصير، يُحسَب مُتوسّط التكلفة الكُلّيّة التي تتكبّدها الشركة في عمليّة إنتاجها بجمع هذه التكاليف الثابتة والمُتغيرة وتقسيم الناتج على عدد الوحدات المُنتَجة. تتمثّل التّكلِفة الحدية قصيرة المدى بالتكلفة التي تتكبّدها الشركة لزيادة إنتاجِها بمقدار وحدة إضافية واحدة من الناتج.

مع ازدياد حجم اليد العاملة المُستخدمة في عملية الإنتاج، يقلُّ متوسط تكلفة إنتاج وحدات إضافية على المدى القصير، فهذه نتيجة مباشرة لتوزيع التكاليف الثابتة على عدد أكبر من الوحدات وزيادة العوائد على اليد العاملة، أي زيادة الإنتاجية.

لكن عند الوُصول إلى مستوىً معين من الانتاج، تصبح التكلفة الحدية لإنتاج وحدة إضافية واحدة أكبر من متوسط التكلفة الكلية. والسبب في ذلك أنّ العوائد المتناقصة لليد العاملة تبدأ بالظهور في ظلّ تناقص إنتاجية الاستخدام المتزايد لليد العامِلة نظراً لأنّ القدرة الإنتاجية للشركة تكون مقيَّدة بكمية ثابتة من معدّات الإنتاج.

يبدأ هذا التأثير تدريجياً في التفوق إلى حدٍّ بعيد على تأثير توزيع التكلفة الثابتة على كميات أكبر من الإنتاج.

أخيراً، على المدى القصير، تحتاج كل شركة إلى تغطية التكاليف المُتغيّرة فقط للإنتاج بالإيرادات الناتجة عن مبيعات المنتَج عند اتّخاذ قرار هل تنتج الوحدات أم لا، لأنّها سوف تتكبَّد التكاليف الثابتة بغض النظر عن قراراتها المتعلقة بالإنتاج. في هذا السياق، تُعرف التكاليف الثابتة بأنها التكاليف الغارقة (sunk costs).

التكاليف على المدى الطويل ووفورات الحجم وعدم وفورات الحجم

لعلّ ما يُميّز التكاليف على المدى القصير عن التكاليف على المَدى الطويل المدّة الزمنيّة اللازمة لإجراء التعديلات المطلوب إدخالها على كل عامل من العوامل المُستخدمة في عملية الإنتاج من دون استثناء.

على المدى الطويل، تكون عوامل الإنتاج، أو مُدخلات عملية الإنتاج، كلّها مُتغيّرة. في الواقع، تتكوّن التكاليف على المدى الطويل من مجموع سلسلةٍ من التكاليف على المدى القصير، وإنْ كانت من دون قيود رأسمالية.

وعلى المدى الطويل، تستَفيد عمليّة الإنتاج من وفورات الحجم بينَما تزدادُ القُدرة الإنتاجية للشركة. لاحظ أننا نستخدم هنا مصطلح **وفورات الحجم** بدلاً من أن نقول ببساطة "العوائد المتزايدة على اليد العاملة"، وذلك في ظلّ المرونة التي يمكن بها توظيف عوامل الإنتاج كلها. يتم تقليص تكاليف الإنتاج إلى أدنى حدٍّ ممكن عند نقطة تُعرف باسم **الحد الأدنى لمستوى الكفاءة الإنتاجية (Minimum Efficient Scale MES)**. وعند تجاوز هذه النقطة، تبدأ حالات عدم وفورات الحجم في الظهور تدريجياً بسبب الأثر السلبي لبيروقراطية الإدارة على عملية الإنتاج.

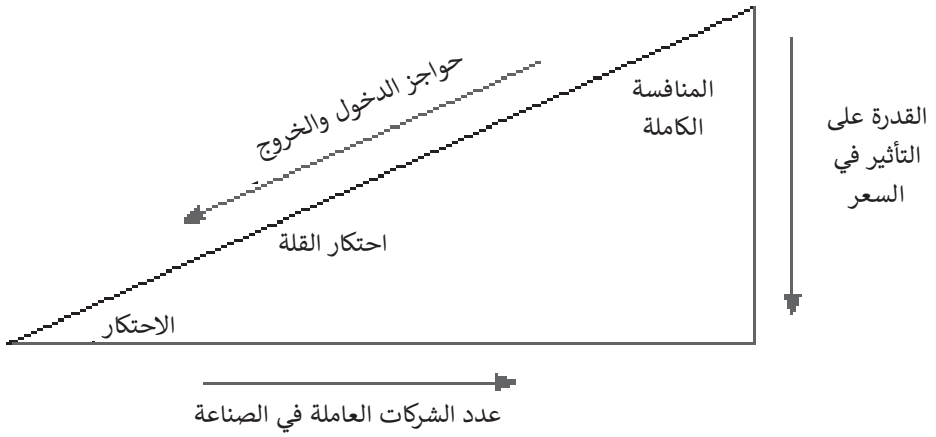
أخيراً، يجب أن تُغطّى تكاليف الإنتاج جميعاً على المدى الطويل، على نقيض التكاليف في المدى القصير، عند صنع القرار المتعلق بإنتاج المخرجات. وطالما أن الإيرادات الناتجة عن مبيعات المُنتجات تُغطي التكاليف جميعها، ستواظب الشركة على تحقيق ربحٍ عاديٍّ.

٣-٤ هيكل السوق

هدف التعلّم

٣-٢-٥ معرفة سلوك الشركة والسوق في الحالات الآتية: سوق المُنافسة الكاملة؛ السوق الحرّة الكاملة؛ الاحتكار؛ احتكار القلة (Oligoloply)

يقدم الرسم البياني أدناه تمثيلاً مُبسّطاً لهياكل السوق المختلفة.



الشكل ٨: هيكل السوق

كُلما زاد عدد الشركات المشاركة في قطاع من القطاعات، ازدادت حدّة المنافسة في هذا القطاع، على الرغم من أنّ هذا لا يحدث بالضرورة في القطاعات كلّها، ولغرض تبسيط تحليلنا لقرارات الشركات المتعلقة بالإنتاج استناداً إلى مبدأ مضاعفة الربح، من المفيد أن يتم افتراض ذلك.

سوف يتم توضيح آليات عمل الشركات في ظلّ هذه الأنواع المختلفة من المنافسة في السوق.

١-٤-٣ سوق المنافسة الكاملة

سوق المنافسة الكاملة تمثيلٌ نظري لآليات عمل سوقٍ حُرةٍ تماماً حيث لا يستطيع أيُّ مشترٍ أو بائعٍ واحد التأثير على سعر أيِّ مُنتَج مُتجانس. نقول عن شركة إنها تعمل في سوق منافسة كاملة عندما تعملُ في قطاع يحتوي على عددٍ لا نهائيٍ من الشركات، حيث تقبل كلٌّ منها العمل وفقاً للسعر السائد في السوق لمنتج متجانس ناتج عن التفاعل بين طلب المستهلكين على العرض الإجمالي في القطاع. على المدى الطويل، تقتصر أرباح الشركات في سوق المنافسة الكاملة على الأرباح العادية فقط.

على الرغم من أنه من المستحيل العثور على سوق يتحلى بالخصائص المفترضة لسوق المنافسة الكاملة تماماً من الناحية العملية، تكاد سوق الحبوب تكون أقرب ما يكون إلى تحقيق هذه الخصائِص، فمن المستبعد أن تؤثر تصرّفات مزارعِ حبوبٍ أو تاجر حبوب واحدٍ على سعرِ الحبوب في السوق من هنا يُوصَف كلٌّ منهما بأنه مستقبِلٌ للسعر.

يمكن تلخيص خصائص سوق المنافسة الكاملة على النحو الآتي:

- لا تهيمن شركة بمفردها على السوق، التي تضمُّ عدداً لا نهائي من الشركات.
- لا تواجه الشركات أي عوائق عند الدخول إلى هذه السوق أو الخروج منها.
- يتمّ إنتاج منتَج متجانس واحد من قِبل الشركات العامِلة في السوق كافّة.
- يوجد سعر واحد سائد في السوق لبيعِ المخرجات كافّة الّتي تنتجها أي شركةٍ.
- يوجد عدد لا حصر لهُ من المستهلكين الذين يتوافر لهم المنتج بالسعر نفسه السائد في السوق.
- توجد معلومات كاملة عن المُنتج وسعرِه ولا توجد قيود على توافر مُنتَج كلّ شرِكة للجميع.

وإذا تجاهلنا (لبرهة) سوق احتكار أو احتكار القلة في ظل سوق منافسة كاملة، فإذا كانت إحدى الشركات تحقق "أرباحاً غير عادية"، فإن شركات أخرى ستدخل السوق وتطرح سلعها وتقلل بالتالي تحقق الأرباح حتى يتطابق العرض مع الطلب ويحدث تآكل في هذه "الأرباح غير العادية". ولا يمكن أن يكون لأحد ميزة على الآخر، سواء كان شركة أم مستهلكاً.

٣-٤-٢ الاحتكار واحتكار القلة (Monopoly & Oligopoly)

السوق الاحتكارية هي شكل من أشكال السوق التي يسيطر عليها مُنتِجٌ واحدٌ أو مورِّد واحد فقط ويكون الدخول إلى هذه السوق مقيّداً نظراً لارتفاع التّكاليف أو القيود الاقتصادية أو السياسية أو الاجتماعية المفروضة عليها (بعبارة أخرى، هناك حواجز تحول دون الدخول إلى السّوق)؛ وبذلك تكون الشركة المحتكِرة قادرة على وضع سعر سوق لمخرجاتها بدلاً من قبول سعر السوق. ويحصل احتكار القلة عند وجود عددٍ محدودٍ من الشركات المُترابطة فيما بينها للغاية تُهيمن على السوق، ويتم ذلك عادةً بواسطة التواطؤ للتحكم بالأسعار والإنتاج سواء ضمنياً أو صراحةً.

تستطيع الشركات التي تعمل في أيٍّ من هاتين السوقين التأثير نوعاً ما على القرارات المتعلقة بإنتاجها والتسعير، وبالتالي يمكنها تحقيق أرباح يتراوح مستواها بين العادي وفوق العادي. وتحقِّق هذه الشركات ذلك بصورة رئيسة بواسطة التمايُز بين المُنتجات، والإعلانات لزيادة ولاء المستهلك للعلامة التجارية وبالتالي الحدّ من البحث عن بديل لمنتَجِها، والمُنافسة السعرّية المحدودة.

معظم الحكومات لا ترغب في رؤية شركة واحدة أو عدد قليل من الشركات فقط تسيطر على السوق كلها في أحد قطاعات الاقتصاد. والسبب الرئيس وراء ذلك أن هذا الوضع يظلم المستهلك ويحرمه من الحصول على أفضل خدمة أو أفضل قيمة للمال. وتسعى معظم الحكومات والهيئات التنظيمية المالية جاهدة من أجل توفير المنافسة في السوق لضمان حصول المستهلك على أفضل السلع بأفضل الأسعار، ولأن المنافسة تقود إلى الابتكار.

٣-٤-٣ السوق الحرة المثالية

في السوق الحرة المثالية (التي غالبًا ما تعتبر نموذجًا اقتصاديًا مثاليًا)، تعمل قوى العرض والطلب من دون أي تدخل أو قيود خارجية.

في هذا البناء النظري، يتمتع المشترون والبائعون بمعلومات مثالية عن المنتجات والأسعار، مما يسمح باتخاذ قرارات عقلانية. ولا توجد حواجز أمام دخول الشركات أو خروجها. ولا تُحدَّ الأسعار إلا من خلال تقاطع منحنيات العرض والطلب، مما يعكس القيمة الحقيقية للسلع والخدمات للمستهلكين.

في السوق الحرة، يتم تخصيص الموارد بكفاءة، إذ تنتج الشركات السلع والخدمات حتى النقطة التي يساوي فيها الإيراد الحدي التكلفة الحدية.

فيما يلي ملخص لخصائص السوق الحرة تمامًا:

- لا تهيمن شركة واحدة على الصناعة التي تحتوي على عدد لا نهائي من الشركات.
- لا تواجه الشركات أي حواجز للدخول أو الخروج من الصناعة.
- يتم إنتاج منتج متجانس واحد من قبل جميع الشركات في الصناعة.
- يوجد سعر سوقي واحد يمكن بيع جميع المنتجات التي تنتجها أي شركة به.
- يوجد عدد لا نهائي من المستهلكين الذين يواجهون جميعًا نفس سعر السوق.
- تتوفر معلومات كاملة عن المنتج وسعره وإنتاج كل شركة مجانًا للجميع.

تعمل السوق الحرة المثالية كمعيار نظري لفهم المبادئ الاقتصادية. وفي الواقع، كثيراً ما تنحرف الأسواق عن هذا المثل الأعلى بسبب عوامل مثل المعلومات غير الكاملة والعوامل الخارجية واللوائح التنظيميةالحكومية.

٤- التحليل الإحصائي

تُعَدّ القدرة على تحديد مصدر أنواع المعلومات، سواء كانت نوعية أو كمية، وتفسيرها في التوقيت المناسب أمراً أساسياً في عملية إدارة الاستثمارات. لكن بما أنّ مصدر المعلومات أو البيانات يمكن أن يكون مجموعة متنوعة من الوسائط كما أنها قد تُعرض بأشكال متنوعة جداً ولا تتوافر دائماً في صيغة سهلة الاستعمال، فلا بدّ للمستشار المالي من الإلمام بمصادر المعلومات والتحلي بالقدرة على استيعاب البيانات حتى يتمكّن من صنع قرارات الاستثمار المدروسة واغتنام فرص الاستثمار المتاحة.

٤-١ مقاييس النَّزعة المركزيّة ومقاييس التشتُّت

قد يكون من الصعب استخلاص الاستنتاجات أو الاستدلالات من البيانات العددية، غير أنَّ ذلك يصبح مُمكناً باستخدام التحليل الإحصائي، وذلك عن طريق الاعتماد على ما يعرف بمقاييس النزعة المركزية ومقاييس التشتت، التي تعرف غالباً باسم "الإحصاء الوصفي"، لأنها تُساعِدُنا على وصف البيانات. وعادةً ما يستخدم نوعان من الإحصاء لتوصيف البيانات:

- **مقاييس النزعة المركزية** مثل المتوسط أو **الوسيط** أو **المُنوال**، حيثُ تستخدم هذهِ لتحديد عددٍ وحيد أو قيمة واحدة مركزية للتوزيع - أي القيمة التي تميل القيم الأخرى إلى التوزّع حولها.
- **مقاييس التشتُّت** مثل المدى والتباين و**الانحراف المعياري**. لكن هذه المقاييس تحدد مدى انتشار هذه القيم الأخرى ضمن التوزيع أو انحرافها عن هذه القيمة المركزية. ويوضح هذا مدى تباعد العوائد من مجموعة من مؤشرات الأداء إلى أخرى - وبالتالي تشتت العوائد.

٤-١-١ مقاييس النزعة المركزية

هدف التعلّم
١-٣-٥ معرفة ما يأتي: المتوسّط الحسابي؛ المتوسّط الهندسي؛ الوسيط؛ المنوال (يمكن دراسة هذا باستخدام حساب بسيط)

عندما تكون لديك مجموعة من البيانات وتحتاج إلى تلخيصها، فإنك ستعمد في كثير من الأحيان إلى احتساب المتوسط الذي يحول البيانات إلى رقم وحيد يمكنك استخدامه على نحوٍ مجدٍ أكثر. تساعد مقاييس النزعة المركزية على تحديد رقم وحيد مركزي للبيانات. وهناك ثلاثة مقاييس للنزعة المركزية:

- **المتوسط** – متوسط قيمة البيانات كافة.
- **الوسيط** – العدد الأوسط الذي يقسم البيانات إلى قسمين متساويين حيث يقع نصف البيانات فوقه ونصفُها الآخَر يقع أدنى منه.
- **المنوال** – العدد الأكثر تكراراً في مجموعة البيانات.

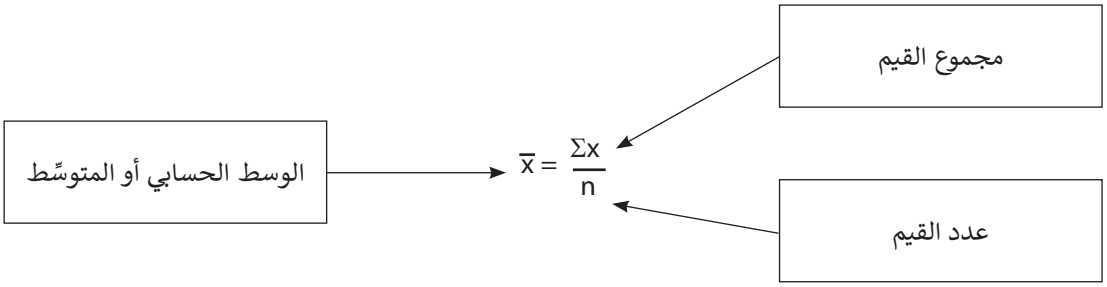
وسوف نبيِّن فيما يأتي طريقة احتساب كل من هذه المقاييس.

المتوسط (Mean) أو المتوسّط الحسابي (Arithmetic Mean)

يُحسَب **المتوسّط الحسابي** عن طريق جمع القيم كافة في مجموعة البيانات ثم قسمة المجموع على عدد القيم في تلك المجموعة للحصول على القيمة المتوسطة لتلك البيانات كافة.

وهكذا، على سبيل المثال، إذا كانت لديك ستة صناديق استثمار في محفظتك تنتج عوائد بنسب 7%، 8%، 9%، 10%، 11% و12%، يكون وسط أو متوسط هذه العوائد: 9.5% = 6 ÷ (7%+8%+9%+10%+11%+12%)

فالمتوسّط الحِسابي إذاً = مجموع القيم كافة في المجموعة ÷ عدد القيم، ويُعبَّر عن ذلك بالمعادلة الآتية:



$\overline{x}$ الرمز الجبري للوسط الحسابي.

وسيط (Median)

يمثِّل الوسيط قيمة العدد الأوسط في مجموعة من البيانات مرتّبة بالترتيب العددي. ويمكن الحصول عليه عبر ترتيب البيانات من الأدنى إلى الأعلى فيكون الوسيط القيمة الواقعة في منتصف السلسلة.

لذلك، على سبيل المثال، في مجموعة البيانات على النحو المبين أدناه، يمكن أن ترى الوسيط بوضوح كما يمكن أن ترى أن هناك سلسلة متساوية من الأرقام أدنى وأعلى منه على حدٍ سواء:

18	16	15	13	12	9	8	5	2
4 أعداد				الوسيط	4 أعداد			

لاحتساب الوسيط، نرتِّب القيم ترتيباً عددياً ثم نستخدم المعادلة الآتية:

$$\frac{(n+1)}{2}$$

حيث يكون n = عدد القيم في مجموعة البيانات.

لذلك، وكما نلاحظ في المثال أعلاه، هناك تسع قيم والوسيط يمثِّل القيمة الخامسة بينها.

إذا كان عدد القيم في مجموعة البيانات عدداً زوجياً، فإن الوسيط يساوي متوسط العددين الأوسطين في السلسلة كما هو مبين أدناه:

19	18	16	15	13	12	9	8	5	2
				الوسيط = 12.5 $\frac{(12 + 13)}{2}$					

وبالتالي تصبح المعادلة في هذه الحالة على النحو الآتي:

$$\frac{\text{(القيمة الواقعة دون الوسيط + القيمة الواقعة فوق الوسيط)}}{2}$$

المنوال (Mode)

المنوال هو القيمة الأكثر تكراراً في مجموعة من البيانات. وقد تكون المجموعة عديمة المنوال في حالة عدم تكرار أي من القيم بمعدل أكبر من أي قيمة أخرى. وقد تكون المجموعة ثنائية المنوال أو ثلاثية المنوال أو رباعية المنوال أو متعددة المنوال. فإذا أخذنا على سبيل المثال القيم الآتية لأسعار المنازل: ١٠٠ ألف دولار؛ ١٢٥ ألف دولار؛ ١١٥ ألف دولار؛ ١٣٥ ألف دولار؛ ٩٥ ألف دولار؛ ١٠٠ ألف دولار - فإنّ القيمة ١٠٠ ألف دولار تمثّل المنوال.

ما المقياس الذي يجبُ استِخدامُه

يُعَدّ المتوسط المقياس الأكثر استخداماً بين مقاييس النَّزعة المركزيّة كلها، لكِن لا بُدَّ من أن نسلّم بأن القيم المتطرفة من البَيانات تؤثر على النَّتيجة. لا يتأثَّر الوسيط بالقيم المتطرفة كما هو حال المتوسط، ويُستخدم في كثير من الأحيان حيث توجد قيم مُتطرِّفة أو عندما تكون لدينا بيانات ملتوية إلى اليمين أو اليسار في توزّع غير طبيعي. يمكن أن يكون استخدام المنوال إشكاليّاً فقد لا يوجَد مِنوال على الإطلاق، لكنه مفيد عِند استخدام المعطيات الفئوية، كما في حال المَقهى الذي يقدِّم عشر وجبات مختلفة على قائمة الطعام، حيث يمثِّل المِنوال الوجبة الأكثر شعبية بينها.

المتوسّط الهندسي (Geometric Mean)

توجد طريقة أخرى لاحتساب المتوسِّط يجب أخذها في الاعتبار، ألا وهي: **المتوسّط الهندسي**.

المتوسّط الهندسي يشبه المتوسّط الحسابي إلا أنه بدلاً من جمع الأرقام ثم قسمة المجموع على عدد الأرقام في المجموعة، تُضرَب الأرقام في بعضها ثم يُستخرج الجذر النوني لناتج هذه العملية الحسابية.

وهكذا، على سبيل المثال، إذا كانت لديك وديعة بقيمة 10,000 دولار وتتوقع أن تحقِّق هذه الوديعة أرباحاً بنسبة 5% سنوياً هذا العام و6% في العام المقبل و5.5% في السنة الثالثة، حينئذٍ يمكنك استخدام المتوسّط الهندسي لاحتساب متوسط معدل العائد. وبذلك يمكن لاحتساب المتوسط على النحو الآتي:

$$\sqrt[3]{(1.055 \times 1.06 \times 1.05)} - 1 = 0.54992101 \text{ أو } 5.50\ \%$$

كما يمكنك احتساب إجمالي الاستثمار في هذه المدة الزمنية مع إعادة استثمار الفوائد؛ فيصبح رصيد الحساب بحلول نهاية السنوات الثلاث كما يأتي:

$$10{,}000\$ \times 1.0549921013 = 10{,}000\$ \times 1.174215 = 11{,}742.15\$$$

ويمكنك إثبات صحة ذلك كما يأتي:

الرصيد	معدل الفائدة	الفائدة	رصيد نهاية العام
10,000.00	5%	500	10,500.00
10,500.00	6%	630	11,130.00
11,130.00	5.5%	612.15	11,742.15

يمكن الاستفادة من المتوسِّط الهندسي عند النظر في التَّغيرُّات المُركّبة مثل عوائد المحفظة الماليّة. وسوف تكون النتيجة دائماً أقل من المتوسِّط الحسابي، لكن على الرُّغم من هذا العيب فيه، فإنّ له استخدامات أساسية في إدارة المحافظ الاستثمارية، حيث يمكن استخدام **المتتاليات الهندسية** لتحديد القيمة المركبة لأحد المتغيرات بمرور الوقت، حيث يُستخدم المتوسِّط الهندسي حينئذٍ لتحديد متوسط مُعدَّل النمو السنوي المركب التي ينطوي عليه هذا النمو التراكمي.

٤-١-٢ مقاييس التشتُّت

هدف التعلّم

٥-٣-٢ معرفة المقاييس الإحصائية للتشتت: التباين (العينة/المجتمع الإحصائي)؛ الانحراف المعياري (العينة/ المجتمع الإحصائي)؛ المدى (يمكن دراسة هذا باستخدام حساب بسيط)

بعد أن تعلّمنا كيفيّة احتساب القيمة المركزية في مجموعة من البيانات المتوافرة لدينا، يجب أن ننتقل الآن إلى دراسة مقدار انتشار مجموعة البيانات حول هذه القيمة المتوسطة. حيث يُعَدُّ فهم مقدار تشتّت عوائد الاستثمار الأساس الذي تقوم عليه العديد من أساليب التحوّط فضلاً عن كونه مؤشراً مهماً على عوائد المحفظة الاستثمارية.

يمكننا تحديد ذلك المقدار باستخدام مقاييس التشتت، وسننظر إليها بمزيدٍ من التفصيل.

يُستخدم الانحراف المعياري لتحديد توزيع القيم حول المتوسّط الحسابي، بينما يستخدم المدى والانحراف الرُّبيعي للوسيط. وسندرس كلاً منها بالتفصيل.

المدى (Range)

يُعَدّ المدى المقياس الأبسط بين مقاييس التشتت، ويمثّل الفرق بين أعلى القيم وأدناها في مجموعة من البيانات.

لنفترض أن الأرقام الآتية تمثّل العوائد من صندوق استثماري على مدى السنوات العشر الماضية:

السنة	١	٢	٣	٤	٥	٦	٧	٨	٩	١٠
العائد	١٣	١١	٢	٦	٥	٨	٧	٩	٧	٦

يمكننا باستخدام مقياس المدى أن نخلص إلى أنّ لمتوسط العوائد من الصندوق مدى قيمته (2 -13) 11.

ويتمثّل العيب الرئيس في استخدام المدى بوصفه مقياساً للتشتت في أنّ هذا المقياس يختل في حال وجود القيم المتطرفة كما يتجاهل القيم الواقعة بين أعلى قيمة وأدنى قيمة.

التباين Variance

يقيس التباين انتشار البيانات لتحديد تشتت البيانات حول المتوسط الحسابي. للقيام بذلك، نحسب الفرق بين العائد في كل عام والمتوسط الحسابي، ثم نربّع كل منهما، ثم نجمعهما معًا. يمثل متوسط هذا الرقم التباين.

ولنتابع مثال صندوق الاستثمار ABC لتوضيح ذلك. أولاً، المتوسط الحسابي للعائدات هو: (١٣٪ + ١١٪ + ٢٪ + ٦٪ + ٥٪ + ٨٪ + ٧٪ + ٩٪ + ٧٪ + ٦٪) ÷ ١٠ = ٧,٤٪. يوضح الصف الثاني الفرق في العائد كل عام عن المتوسط الحسابي، ويوضح الصف الثالث هذا الفرق مربّعًا. ثم يوضح الصف الرابع المتوسط الذي يمثل التباين.

	السنة	١	٢	٣	٤	٥	٦	٧	٨	٩	١٠	**المجموع**
١	العائد	١٣	١١	٢	٦	٥	٨	٧	٩	٧	٦	
٢	الانحراف عن المتوسط الحسابي x – x	٥,٦	٣,٦	-٥,٤	-١,٤	-٢,٤	٠,٦	-٠,٤	١,٦	-٠,٤	-١,٤	
٣	مربع الانحراف $(x - x)^2$	٣١,٣٦	١٢,٩٦	٢٩,١٦	١,٩٦	٥,٧٦	٠,٣٦	٠,١٦	٢,٥٦	٠,١٦	١,٩٦	٨٦,٤٠
٤	المتوسط (٨٦,٤٠ ÷ ١٠)											٨,٦٤

من فوائد التباين أنه يوفر مقياساً للتشتت، ويُستخدم لاحتساب معامل بيتا للأسهم، لكنه يؤدي إلى قيمة بوحدات مختلفة عن الأصلية. ولا شك أنه من الأسهل قياس التشتت عندما يتم التعبير عنه بالوحدات نفسها المقاسة بها القيم الأصلية، وهذا ما يعرف باسم الانحراف المعياري.

الانحراف المعياري

يُستخدم الانحراف المعياري لتحديد توزيع القيم حول المتوسط. يتم استخدام المدى والمدى الربيعي لتحديد التشتت حول الوسيط. الانحراف المعياري لمجموعة من البيانات يمثّل ببساطة الجذر التربيعي للتباين والمقياس الأكثر استخداماً لقياس التشتت. وبالتالي تكون معادلة احتساب الانحراف المعياري على النحو الآتي:

$$\sqrt{\frac{\sum(x - \bar{x})^2}{n}}$$

لذلك، وبالعودة إلى المثال المذكور أعلاه، فإن الانحراف المعياري لعوائد صندوق الاستثمار يمثل الجذر التربيعي لمتوسط مربع الانحرافات ٨,٦٤، ويساوي ٢,٩٤.

على الرغم من أنه يمكن احتساب التباينات والانحرافات المعيارية لكلٍّ من البيانات الأولية (الخام) المنظّمة وبيانات **التوزيع التكراري** بسرعة وسهولة باستخدام آلة حاسبة علمية، فإنه من المفيد أن نفهم آلية احتسابها يدوياً. ويمكن تلخيص الخطوات التي يجب اتباعها عند إجراء هذه الحسابات يدوياً على النحو الآتي:

- احسب المتوسّط الحسابي
- احسب مجموعة الانحرافات عن المتوسط
- قم بتربيع كل انحراف
- قسّم مجموع مربعات الانحرافات على عدد القيم للحصول على تباين **المجتمع الإحصائي**
- احسب الجذر التربيعي للتباين في كل حالة للحصول على الانحراف المعياري.

لضمان الدقة في احتساب التباين والانحراف المعياري، تتطلب القواعد الإحصائية تغييراً طفيفاً على المعادلة في حالة قياس **عيّنة** من المجتمع الإحصائي. ونذكر من أوجه القصور في مجموعات البيانات الصغيرة حقيقة أنها قد لا توفر صورة تمثيلية للمجتمع كاملاً، وبذلك فقد تنشأ أخطاء تتعلق باختيار العينات. ونتيجة لذلك، يتم إجراء تعديل طفيف على معادلة الانحراف المعياري عن طريق طرح الرقم ١ من عدد المشاهدات (القيم) في العينة.

وبذلك تصبح المعادلتان على النحو الآتي:

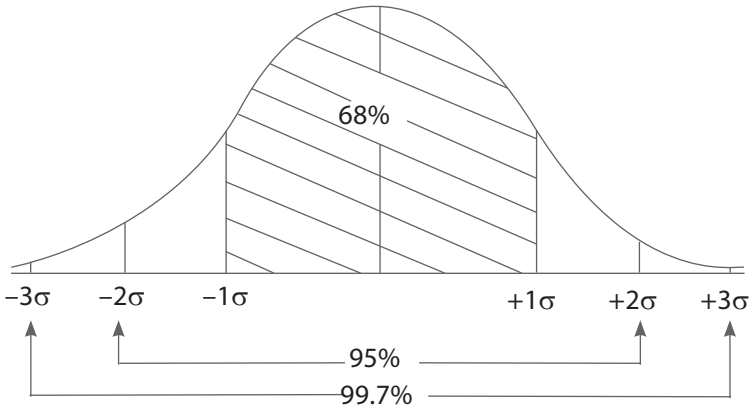
$$\text{الانحراف المعياري للعينة} = S = \sqrt{\frac{\sum(x - \bar{x})^2}{n - 1}}$$

في الواقع، بما أنّ الانحراف المعياري يساوي الجذر التربيعي للتباين، فإنه يمثل متوسط مقدار انحراف القيم في التوزيع عن المتوسط. عند استخدام مجموعة من البيانات كبيرة بما فيه الكفاية، يتوزع نمط الانحرافات عن المتوسط بصورة متناظرة على كلا الجانبين، وإذا كان مدى الفئات صغيراً بما فيه الكفاية، فقد يبدو منحنى التوزيع التكراري الناتج مثل المقطع العرضي للجرس، أي منحنى على شكل جرس. (أي منحنى على شكل جرس، ويُدعى أيضاً توزيعاً طبيعياً أو توزيعاً غوصياً).

يُظهر التحليل الإحصائي أنه في منحنى **التوزيع التكراري الطبيعي**:

- يقع حوالي الثلثين أو نسبة 68% من المشاهدات ضمن نطاق انحراف معياري واحد على جانبي المتوسط.
- ويقع حوالي 95% من المشاهدات كلها ضمن انحرافين معياريين اثنين على جانبي المتوسط.
- وحوالي 99.7% من المشاهدات كلها ضمن ثلاثة انحرافات معيارية على جانبي المتوسط.

وفي الرسم البياني التالي، يمثّل الحرف اليوناني سغما ورمزه σ الانحراف المعياري، حيث لكل شريط عرض يساوي انحرافاً معيارياً واحداً بالقيم المطلقة.



الشكل ٩: منحنى التوزيع التكراري الطبيعي

مثال

حقّق صندوق استثمار مشترك عائداً متوسّطه 8% سنوياً وسط انحراف معياري للعوائد نسبته 5%. ما هو نطاق العوائد المتوقّع في حال توزيع العوائد كالمعتاد؟

- يُتوقّع وقوع نحو 68% من العوائد ضمن نطاق يتراوح بين 3% و13% (8% ± 1 × 5%).
- يُتوقّع وقوع نحو 95% من العوائد ضمن نطاق يتراوح بين -2% و18% (8% ± 2 × 5%).
- يُتوقّع وقوع نحو 99.7% من العوائد ضمن نطاق يتراوح بين -7% و23% (8% ± 3 × 5%).

لكن البيانات لا تتطابق دائماً مع النمط الطبيعي ويشار إليها في هذه الحالة على أنها ملتوية. وتظهر بيانات معظم توزيعات أرباح الأسهم على المدى الطويل ملتوية، وهذا معناه أن أسواق الأسهم تنتج عوائد أكثر تطرفاً بالاتجاهين الإيجابي والسلبي مما ينبغي أن تكون عليه الحالة إحصائياً- وتعرف هذه الظاهرة باسم التفلطح - لكن القيم الإيجابية المتطرفة تفوق بكثير القيم السلبية المتطرفة.

يجب أن يدرك المتقدم للامتحان أن النماذج يمكن أن تُبنى على افتراضات وبعضها يهدف إلى التحقق من أن البيانات الكبيرة المتباعدة لا تؤدي إلى نتائج ملتوية لكي توفر بذلك نتائج "متوزعة توزيعاً طبيعياً". تتصف النماذج نفسها بمدخلات بشرية تميل إلى تقليص الالتواءات الإيجابية والسلبية الكبيرة المحتملة، ولهذا السبب أخفقت معظم النماذج في التنبؤ بحجم الأزمة المالية العالمية، من بين حوادث متطرفة أخرى.

المدى الرُبيعي (IQR)

يقوم المدى الربيعي بتصنيف البيانات (على سبيل المثال، عوائد الأداء القابلة للمقارنة من الصناديق) مقابل بعضها بعضاً، ويعرض البيانات كسلسلة من الأرباع، ثم يقيس الفرق من الربع الأدنى مرتبة إلى الربع الأعلى مرتبة.

لنفرض أن الأرقام الآتية تمثل العوائد من عدد من الصناديق الاستثمارية القابلة للمقارنة. في البداية نرتِّب البيانات تنازلياً من الأعلى إلى الأدنى، ثمّ نحدِّد الوسيط ونقسم المجموعة إلى سلسلة من الأرباع.

الصندوق	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L
العائد	٩٪	٨٪	٧,٥٪	٧٪	٦,٥٪	٦٪	٥,٧٥٪	٥٪	٥٪	٤,٧٥٪	٤٪	٣,٥٪
الوسيط ٥,٨٧٥٪												
الشرائح الربعية	الربع الأول			الربع الثاني			الربع الثالث			الربع الرابع		
الانحراف الربيعي												

Q_1 Q_2

وهكذا يُصنّف الصندوق الذي يقع عائده **في الربع الثاني ضمن النصف العلوي من مجموعة أداء الصناديق**، في حين أن صندوقاً في الربع الثالث أو الرابع من شأنه أن يحتل مرتبة في النصف الأدنى. وبناءً على ذلك، فإن الصندوق في الربع الأول من شأنه أن يحقق عائداً في أعلى ٢٥٪ من بقية العينة، في حين أن الصندوق في الربع الرابع من شأنه أن يتفوق عليه ٧٥٪ من بقية العينة.

النطاق الربيعي هو الفرق في العائدات بين الصندوق المصنف في النسبة المئوية الخامسة والعشرين والصندوق المصنف في النسبة المئوية الخامسة والسبعين؛ أي، Q٣ - Q١. بعبارة أخرى، أوجد وسيط مجموعة البيانات، ثم وسيط النصفين اللذين تم إنشاؤهما؛ وبذلك يكون المدى الربيعي هو الفرق بين هذين الوسيطين الأخيرين. وكلما كان المدى أصغر، كان الفرق في الصناديق التي يتم فحصها أقل. في هذه الحالة، Q٣ = (٧,٥٪ + ٧٪) / ٢ = ٧,٢٥٪ وQ١ = (٥٪ + ٤,٧٥٪) / ٢ = ٤,٨٧٥٪، مما يعطي مدىً ربيعيًا بنسبة ٢,٣٧٥٪.

٤-٢ التنويع والارتباط

هدف التعلّم

٥-٣-٣ فهم الارتباط والتغاير بين متغيرَين واستخلاص النتائج من البيانات

٤-٢-١ التنويع

يمكن تحديد مخاطر امتلاك ورقتين ماليتين A وB كل على حدة عن طريق احتساب الانحراف المعياري لعائد كل منهما. لكن عند الجمع بين هاتين الورقتين الماليتين بنسبتين متفاوتتين لإنشاء محفظة استثمارية تضم الاثنتين معاً، سيكون الانحراف المعياري لعائد المحفظة- في الحالات كلها ما عدا حالة واحدة فقط- أقل من المجموع المتوسط المرجح للانحرافين المعياريين لهاتين الورقتين الفرديتين. ويتم تحديد الأوزان من خلال نسبة المحفظة التي تحتفظ بها الورقة المالية (A) وتلك التي تحتفظ بها الورقة المالية (B) (عند جمعهما معًا، فإن الأوزان تساوي ١، أو ١٠٠٪).

وتعرف عملية الحد من حجم المخاطر لمستوى معين من العائد المتوقع هذه بمصطلح التنويع.

عند تحديد إمكانية التنويع عن طريق الجمع بين الأوراق المالية المختلفة أثناء بناء المحفظة الاستثمارية، فإننا نستخدم المفهومين الآتيين: **معامل الارتباط والتغاير**

وهنا يظهر عنصر الحدِّ من المخاطر. وتتلخص الفكرة في بناء محفظة من الأوراق المالية حيث تجمع بين فئات الأصول (أو الأوراق المالية) معاً، لكن بنسب مئوية متفاوتة وذلك للتخفيف من تذبذب العوائد مقارنةً بمجموع الأجزاء المنفصلة. (يختلف مفهوم التذبذب عن مفهوم المخاطر، على الرغم من استخدام أحدهما في مكان الآخر غالباً. والمقصود بالتذبذب عدم ضمان العوائد بينما تتعلق المخاطر بعدم استرداد أموالك- أي رأس المال المعرَّض للمخاطر.)

ومع ذلك، فإن التنويع وخفض المخاطر أقل احتمالاً من أن يتحققا عبر الاستثمار في فئتين من الأصول أو الأوراق المالية التي تعمل بالطريقة ذاتها؛ بل يتم تحقيقهما من خلال الجمع بين أوراق مالية تتحرك عائداتها بشكل مثالي في الاتجاه المعاكس لبعضها بعضاً، أو إذا كانت في الاتجاه نفسه، فعلى الأقل ليس بالدرجة ذاتها.

عندما يفكر مدراء الاستثمار في الاستثمار في فئات الأصول، فإنهم ينظرون بشكل أساسي إلى مستويات عائدهم التاريخية والمخاطر المتناسبة. ومع ذلك، عندما يفكرون في فئات أصول متضادة أو بناء محافظ استثمارية متنوعة، يتعين عليهم أيضًا النظر في ميزة رئيسة أخرى: العلاقة بين أداء استثمار لفئات الأصول المختلفة.

٤-٢-٢ الارتباط

يقيس معامل الارتباط العلاقة بين حركة العوائد الناتجة من أصلين اثنين مختلفين بمرور الوقت ويدرّج على مقياس من ١+ (ارتباط إيجابي تام) إلى -١ (ارتباط سلبي تام).

- الارتباط التام هو عندما يتطابق التغير في سعر سهم واحد تمامًا مع تغير مماثل في سهم آخر.
  - إذا ازداد كلاهما معًا بالمقدار ذاته، فإنهما يتمتعان بارتباط إيجابي تام ومعامل الارتباط هو +١.
  - إذا انخفض أحدهما بنفس القدر الذي زاد به الآخر (أي أنهما يميلان إلى التحرك في اتجاهين متعاكسين)، فيقال إنهما يتمتعان بارتباط سلبي تام ويتم وصف ذلك بمعامل ارتباط -١.
- عندما لا توجد حركة مشتركة يمكن التنبؤ بها بين عوائد الأوراق المالية (أي أنها تميل إلى التحرك بشكل مستقل عن بعضها بعضاً)، فيقال إن هناك ارتباطًا صفريًا أو غير كامل؛ وكلما اقترب الارتباط من الصفر، كانت العلاقة أضعف، وبالتالي كانت فوائد التنويع أكبر.

إن أحد الأمثلة على فئتين من الأصول لا تربط بينهما أي علاقة، ما يجعل الارتباط بينهما يقترب من الصفر، ربما يكون سندات الحكومة البريطانية والأسهم اليابانية. ولكن من النادر أن نجد أوراقاً مالية لا تربط بينها أي علاقة، لأن أغلب الأصول المالية تتأثر بعوامل اقتصادية كلية أو اتجاهات سوقية مماثلة . وحتى إذا بدا أصلان غير مرتبطين على السطح، فإنهما غالباً ما يشتركان في بعض الروابط الأساسية التي قد تتجلى بمرور الوقت.

مثال

ومثال بسيط عن الارتباط هو البحث في ما يمكن أن يتوقعه المستثمر في حال شرائه أسهماً في شركتين، إحداهما شركة مُصنِّعة للمثلجات والأخرى مُصنِّعة للمعاطف الواقية. لتبسيط الأمور، إذا افترضنا أن أرباح الشركتين تتأثر فقط بالطقس، نتوقّع حينها أن تتأثّر ربحيتها على نحو متضاد. ففي ظروف مناخية جيدة، يزداد الطلب على المثلّجات، ويقلّ- الطلب على المعاطف الواقية، والعكس صحيح في حالة سوء الأحوال الجويّة؛ فتشهد إحداهما ازدهاراً فيما تتدهور حال الأخرى. في هذا المثال، الشركتان مرتبطتان سلبًا.

جملة القول، يمكن تحقيق التنويع والحدّ من المخاطر عن طريق الجمع بين الأصول التي لا توجد علاقة ارتباط تام بين حركة عوائدها في الماضي، أو التي لا يوجد بينها ارتباط إيجابي تام. وتُعَدُّ الأصول ذات الارتباط الضعيف جذابة بالنسبة للمستثمرين، حيث يأمل هؤلاء في أن تزداد قيمة أحد هذه الأصول عندما تتردّى قيمة الأصل الآخر. ويترقّب المستثمرون المحترفون تفاعلات جميع فئات الأصول ضمن مجموعات مختلفة وظروف متباينة. فيقدمون على تنويع استثماراتهم لموازنة التقلبات في أداء محافظهم وتحقيق أفضل توازن بين العائد والمخاطر، وليس بهدف بلوغ الحدّ الأقصى للأداء.

إلّا أنه تجدر ملاحظة أن معاملات الارتباط تتّسم بالديناميّة، ويمكن أن تتغيّر إلى حدّ كبير بصورة مفاجئة في أي من الاتّجاهين. فخلال الأزمة المالية العالمية بين ٢٠٠٧ و٢٠٠٩، علا معامل الارتباط بشكل ملحوظ بعدما سارع المستثمرون القلقون إلى بيع مراكزهم المنطوية على مخاطر، والحدّ من انكشافهم عليها، وزيادة السيولة - وهي الظاهرة المعروفة باسم ضغط الارتباط.

٤-٢-٣ التغاير

يُعَدّ التغاير مقياساً إحصائياً للعلاقة بين متغيرين مثل أسعار الأسهم. يعتمد التغاير بينهما على المخاطر الفردية لكل منهما (الانحرافات المعيارية) ودرجة الارتباط بينهما (معامل الارتباط).

ومن الأمثلة على ذلك أن تنتج الأسهم (A) عائدات مرتفعة كلما أنتجت الأسهم (B) عائدات مرتفعة، والعكس صحيح. وتعني هذه النتائج أنهما تتمتعان بارتباط إيجابي مرتفع. ومن الواضح أن إدراج أسهم (A) وأسهم (B) في محفظة متنوعة لن يقلل من المخاطر بقدر اختيار سهمين بأسعار تتفاعل بشكل مختلف مع بعضهما البعض (أي أنهما تتمتعان بارتباط إيجابي أو سلبي منخفض).

يحسب التغاير بين سهمين كالآتي:

$$COV_{AB} = \frac{\Sigma\left(x_A - \overline{x}\right)\left(y_B - \overline{y}\right)}{N}$$

حيث:

$(x_A - \overline{x})$ = الفرق بين كل عائد ومتوسط العائد لـ A

$(y_B - \overline{y})$ = الفرق بين كل عائد ومتوسط العائد لـ B

N = عدد نقاط البيانات

التغاير الإيجابي بين عائدات A وB يعني أنهما تحركا في الاتجاه ذاته، في حين أن التغاير السلبي يعني أنهما تحركا في الاتجاه المعاكس. وكلما انخفض الارتباط والانحراف المعياري للأوراق المالية، انخفض التغاير. ويُنظر إلى التغاير المنخفض على أنه أمر جيد لأنه يعني أن الأوراق المالية لا تتحرك في تناغم، ومن المحتمل أن يؤدي هذا الافتقار إلى التزامن إلى تقليل المخاطر الإجمالية للمحفظة من خلال التنويع.

إذا كان لإحدى الأوراق المالية انحراف معياري أعلى من البقية، عند دمجها مع ورقة مالية أخرى، بسبب الارتباط بينهما، فسوف تقلّ المخاطر.

الرسالة الأساسية هنا هي أنه لتقليل المخاطر، ينبغي للمحافظ الاستثمارية أن تحتوي على أسهم مرتبطة سلباً ببعضها البعض قدر الإمكان وبمعدلات انحراف معيارية منخفضة من أجل تقليل التباين (والمخاطر).

٤-٢-٤ ملخَّص

يمكن أن نستخلص من هذين المفهومين الاستنتاجات الآتية:

- على الرغم من أنّ الحصول على معامل الارتباط نفسه لمجموعتين مختلفتين من الأوراق المالية المتنوعة احتمالٌ واردٌ بلا ريب، قد تختلف قيمة التغاير لكل مجموعة، وذلك بسبب الاختلافات بين الانحرافات المعيارية الفردية للأوراق المالية المكونة لكل منهما.
- إنّ وجود انحراف معياري كبير لعائد الورقة المالية الفردية لا يعني بالضرورة ارتفاع قيمة التغاير مع الأسهم الأخرى. فإذا كان للورقة المالية ارتباط ضعيف مع الأسهم الأخرى في المحفظة المالية، فإنّ إضافتها إلى المحفظة قد تؤدّي إلى تخفيض المخاطر الكلية للمحفظة، على الرغم من الانحراف المعياري المرتفع للعائد.
- يجب أن تحتوي المحافظ الاستثمارية المصمَّمة للحدّ من التذبذب /المخاطر على أوراق مالية ذات معامل ارتباط سلبي مع بعضها البعض قدر المستطاع، كما يجب أن تكون انحرافاتها المعيارية منخفضة لتقليل التغاير إلى أدنى حدٍّ ممكن.

٥- الرياضيات المالية

للنقود قيمة زمنية، أي أن الشخص الذي يودع النقود اليوم في البنك سوف يحصل على سعر فائدة على مدار المدة الزمنية للاستثمار. وبالتالي، فإنك إذا استثمرت مبلغ ١٠٠ دولار اليوم بسعر فائدة سنوي قدره ٥٪ فسوف يصبح المبلغ ١٠٥ دولارات في مدة سنة واحدة. وتعدّ إضافة هذه الفائدة إلى المبلغ الأصلي المستثمر بمثابة تعويض للمودع عن التخلي عن مبلغ ١٠٠ دولار من استهلاكه لمدة عام واحد.

وفيما يأتي بعض الحسابات القياسية التي تعتمد على القيمة الزمنية للنقود:

- **القيمة الحالية (PV)** – القيمة الحالية للمبلغ الذي سوف يتم استلامه في المستقبل.
- **القيمة الحالية لدفعات ذات استحقاق سنوي (annuity)** – القيمة الحالية لدفق من الدفعات المالية المتساوية الحجم.
- **القيمة الحالية لدفعات مستدامة (perpetuity)** – القيمة الحالية لتدفّق منتظم من الدفعات يدوم للأبد.
- **القيمة المستقبلية (FV)** - القيمة المستقبلية للمبلغ الذي يستثمر اليوم بمعدل فائدة معين.
- **القيمة المستقبلية لبوليصة التأمين السنوية** - القيمة المستقبلية لتدفق من دفعات الفائدة المتساوية بمعدل فائدة معين.

تُستخدَم هذه المعادلات كثيراً في إدارة الاستثمار لاحتساب العوائد المتوقعة من الاستثمارات وفي تسعير السندات وتقييم الفرص الاستثمارية.

في هذا القسم، سوف ندرس أولاً الفوائد البسيطة والمركبة وكيفية احتسابها، ثم ننتقل إلى دراسة القيمة الحالية والقيمة المستقبلية قبل أن نناقش أخيراً تقييم الاستثمار وأسعار الخصم.

٥-١ الفائدة البسيطة والفائدة المركبة

هدف التعلّم	
٥-٤-٢	القدرة على احتساب كل مما يأتي وتفسير البيانات المرتبطة بها: الفائدة البسيطة؛ الفائدة المركبة (يمكن توضيح ذلك باستخدام عملية حسابية بسيطة)

يمكن احتساب الفائدة، سواء الدائنة أو المدينة، إما على أساس بسيط أو مركب، وهو ما سننظر إليه الآن بمزيد من التفصيل.

٥-١-١ الفائدة البسيطة

تحسَب الفائدة البسيطة على المبلغ الأصلي فقط، وذلك على فرض أن يتم سحب الفائدة دورياً في نهاية المدة التي تستحق عليها.

من الواضح أن هذه أبسط أنواع حسابات الفائدة وتمثل طريقة مباشرة وسهلة جداً، فإذا استثمرت مبلغ 100 دولار بمعدل فائدة 5% لمدة سنة واحدة، فسوف تحصل ببساطة على فائدة بقيمة 5 دولارات.

ويمكن التعبير عن طريقة الحساب بالمعادلة الآتية:

الفائدة البسيطة (I) = أصل المبلغ (P) × معدل الفائدة (r) × المدة الزمنية (t)

أو:

$$I = p \times r \times t$$

حيث:

I = الفائدة البسيطة، وهي المبلغ الإجمالي للفائدة المدفوعة

P = المبلغ الأولي المُستثمر أو المُقتَرض (يسمى أيضاً الأصل)

r = معدل الفائدة، ونعبِّر عنها في صورة كسر عشري، فمثلاً نستخدم 0.05 للتعبير عن سعر 5% في الحساب

t = عدد السنوات أو الأيام ، ونعبِّر عنها في صورة جزء من السنة.

تكمن الاختلافات في هذا الحساب المباشر حيث تكون المدة الزمنية التي يتم فيها استثمار المبلغ عبارة عن بضع سنوات أو بضعة أيام.

مثال

فيما يتعلق بالمصطلح "t"، يتم تحديد المقام وفقًا لاتفاقية حساب الأيام - في المملكة المتحدة، السنة التقليدية هي ٣٦٥ يومًا (حتى في السنة الكبيسة)؛ بعض الدول الأخرى لديها اتفاقيات مختلفة. بالنسبة للبسط، في الاستثمار، يتم أخذ الشهر الواحد على أنه ٣٠ يومًا، وثلاثة أشهر على أنه ٩١ يومًا، وستة أشهر على أنه ١٨٣ يومًا، وتسعة أشهر على أنه ٢٧٠ يومًا. على سبيل المثال، إذا تم استثمار ١٠٠٠ يوان بمعدل ٥٪ لمدة عام واحد، فسيحصل المستثمر على فائدة قدرها ٥٠ يوان (أي ١٠٠٠ × ٠,٠٥ × ١).

الاختلافات في هذا الحساب البسيط هي حيث يظل المبلغ مستثمرًا لعدد من الأيام أو، بدلاً من ذلك، لعدد من السنوات. على سبيل المثال:

- يتم استثمار ٣٠٠ يورو بمعدل ٤٪ سنويًا لمدة ٥٠ يومًا، وبالتالي I = ٣٠٠ يورو × ٠,٠٤ × ٣٦٥/٥٠ = ١,٦٤ يورو.
- يتم استثمار ٩٠٠ يورو بمعدل ٢,٥٪ سنويًا لمدة تسعة أشهر، وبالتالي فإن I = ٩٠٠ يورو × ٠,٠٢٥ × ٣٦٥/٢٧٠ = ١٦,٦٤ يورو.
- يتم استثمار ٢٠٠ يورو بمعدل ٧٪ سنويًا لمدة عامين، وبالتالي فإن I = ٢٠٠ يورو × ٠,٠٧ × ٣٦٥/٧٣٠ = ٢٨,٠٠ يورو

٥

٥-١-٢ الفائدة المركبة

نفترض عند احتساب الفائدة المركبة أن الفوائد التي ينالها المستثمر تبقى في الحساب أو يعاد استثمارها بسعر الفائدة ذاته، بحيث تحسب الفائدة لاحقاً على كل من أصل المبلغ والفوائد المتراكمة حتى تاريخه.

لذلك، على سبيل المثال، إذا أودع مستثمر مبلغ 100 دولار في حساب مصرفي بسعر فائدة 5% سنوياً بحيث تضاف الفائدة إلى الحساب بنهاية العام، حينئذٍ يصبح الرصيد في نهاية العام 105 دولارات. وفي السنة الثانية، يحسب سعر الفائدة الذي قيمته 5% على أساس رصيد أولي بقيمة 105 دولارات، بحيث تصل إلى 5.25 دولار، ويكون الرصيد الأولي الذي تحسب على أساسه الفائدة قد أصبح في السنة الثالثة 110.25 دولار، وهكذا دواليك. وسنوضح ذلك في الجدول أدناه:

السنة	الرصيد عند بداية السنة	معدل الفائدة	الفائدة عن العام	الرصيد عند نهاية السنة
١	١٠٠,٠٠	٥٪	٥,٠٠	١٠٥,٠٠
٢	١٠٥,٠٠	٥٪	٥,٢٥	١١٠,٢٥
٣	١١٠,٢٥	٥٪	٥,٥١	١١٥,٧٦
٤	١١٥,٧٦	٥٪	٥,٧٩	١٢١,٥٥
٥	١٢١,٥٥	٥٪	٦,٠٨	١٢٧,٦٣

تكتب المعادلة الأساسية لاحتساب الفائدة المركبة على النحو الآتي:

$$A = P \times (1 + r)^n$$

حيث:

- A = المبلغ النهائي
- P = المبلغ الأولي المستثمر
- r = معدل الفترة
- n = عدد السنوات

بالنسبة إلى المثال أعلاه: A= ١٠٠ جنيه إسترليني × (١ + ٠,٠٥)٥ = ١٠٠ جنيه إسترليني × ١,٢٧٦٣ = ١٢٧,٦٣ جنيه إسترليني (مقربًا إلى منزلتين عشريتين).

٥-٢ القيمة المستقبلية

هدف التعلّم

٥-٤-١ القدرة على احتساب القيمة الحاليّة والمُستقبليّة لكل مما يأتي: المَبلَغ المَقطوع؛ الدفعات المُنتظَمة؛ بوالص التأمين السنويّة؛ بوالص التأمين المستدامة (يمكن توضيح ذلك باستخدام عملية حسابية بسيطة)

لعل من الأكثر فائدة للمستشار المالي من الناحية العملية أن يفهم السبيل إلى استخدام هذه المعادلة والمعادلات المماثلة لاحتساب مقدار النمو المحتمل لأحد الأصول، أو بالعكس- ما المبلغ المطلوب استثماره للحصول على مبلغ معين.

ولحساب ذلك، يمكننا استخدام صيغة القيمة المستقبلية (FV):

$$FV = PV \times (1+r)^n$$

حيث:

PV = القيمة الحالية
r = معدل الفائدة، معبرًا عنه برقم عشري
n = عدد السنوات

كما يوحي اسمها، تشير القيمة المستقبلية إلى القيمة المستقبلية لمبلغ مستثمر الآن بمعدل فائدة معين. لقد نظرنا فعليًا إلى القيمة المستقبلية عندما نظرنا في الفائدة المركبة في القسم ٥-١-٢.

على سبيل المثال، إذا استثمر العميل ١٠٠٠٠ دولار لمدة سبع سنوات وكان النمو المتوقع ٦٪ سنويًا، فيمكنك استخدام صيغة القيمة العادلة لتقدير القيمة في نهاية المدة، على النحو التالي:

$$\$10,000 \times (1+0.06)^7 = \$15,036.30$$

في حالة دفع الفائدة بشكل متكرر، تصبح المعادلة على النحو التالي:

$$FV = PV \times \left(1+\frac{r}{i}\right)^{n \times i}$$

حيث:

i = عدد الفترات الزمنية خلال العام

بالاستمرار على نفس المثال الذي يتضمن استثمار ١٠٠ دولار لمدة خمس سنوات، ولكن مع دفع الفائدة كل نصف عام (أي i=٢)؛ بعبارة أخرى، سيكون هناك عشر دفعات فائدة نصف سنوية بنسبة ٢,٥٪ لكل منها. في هذا السيناريو، تصبح القيمة النهائية:

$$\$100 \times 1.025^{10} = \$128.00845$$

٥-٣ القيمة الحالية (PV)

والمعادلة الأخرى التي يجب على المستشار المالي أن يتقن احتسابها بسرعة وسهولة تسمّى معادلة القيمة الحالية. وتمثل هذه عكس معادلة القيمة المستقبلية، وتُكتب على النحو الآتي:

$$\text{القيمة الحالية (PV)} = \frac{\text{القيمة المستقبلية (FV)}}{(1+r)^n}$$

٥-٣-١ القيمة الحالية لمبلغ مقطوع مستقبلي

بالعودة إلى المثال السابق نفسه، رأينا أن مبلغاً قدره 100 دولار يستثمر لمدة خمس سنوات بمعدل فائدة 5% سنوياً تصبح قيمته 127.63 دولاراً بنهاية هذه المدة.

يمكن استخدام معادلة القيمة الحالية للإجابة عن السؤال الآتي: ما مقدار المبلغ الذي يجب أن نستثمره اليوم لكي نحصل على مبلغ قدره 127.63 دولاراً إذا كان من الممكن استثمار المال لمدة خمس سنوات وكان سعر الفائدة الذي يتوقع أن نحصل عليه يساوي 5% سنوياً؟

$$\text{المبلغ المطلوب استثماره اليوم} = \frac{127.63\$}{(1+0.05)^5} = 100\$$$

كمثال على الاستخدام العملي لهذه المعادلة، فكر في السؤال التالي: ما المبلغ الذي يحتاج المستثمر إلى استثماره اليوم إذا كان يحتاج إلى مبلغ مقطوع قدره ٢٥٠ ألف ين في غضون سبع سنوات وكان المعدل الذي يمكن كسبه هو ٢٪ سنويًا؟ سوف تكون الصيغة:

$$217{,}640\ ¥ = \frac{250{,}000¥}{(1+0.02)^7}$$

وثمة أداة أخرى مفيدة تتمثل في معرفة كيفية حساب المدة التي قد تستغرقها الاستثمارات لمضاعفة قيمتها. وهناك طريقة مختصرة لحساب ذلك وهي "قاعدة ٧٢"، وتنطوي على قسمة ٧٢ على معدل العائد السنوي أو معدل النمو، والنتيجة هي تقدير (تقريبي للغاية ولكنه دقيق إلى حد معقول) للمدة التي قد تستغرقها هذه العملية.

ولإثبات ذلك، فلننظر إلى استثمار من المتوقع أن ينمو بمعدل ٥٪ سنوياً. وبقسمة ٧٢ على ٥ نحصل على ١٤٫٤؛ أي أن الأمر سيستغرق نحو ١٤ عاماً حتى تتضاعف قيمة الاستثمار بمعدل نمو مركب يبلغ ٥٪.

يعدّ هذا مجرد رقم تقريبي، لكن يمكنك أن تتأكد أنه قريب جداً من النتيجة باستخدام معادلة القيمة المستقبلية: مبلغ 100 دولار يتم استثمارها اليوم بنسبة فائدة 5% سنوياً لمدة ١٤ عاماً يساوي:

$$100\$ \times (1.05^{14}) = 197.99\$$$

ما من شك أنّ قدرة المستشار المالي على احتساب مقدار النمو المتوقع لاستثمار العميل أو مقدار المبلغ المطلوب لتحقيق الهدف المنشود بسهولة وسرعة تعدّ من المهارات الأساسية لتوفير المشورة المالية السليمة.

نظراً لأن معادلة القيمة الحالية تعبر عن التدفقات النقدية المستقبلية بمقاييس الوقت الحاضر، فإنها تتيح إجراء مقارنة بين الاستثمارات المقترحة ذات الدرجة نفسها من المخاطر التي لها تاريخ البداية نفسه لكنها تتفاوت من حيث توقيت الدفع أو المبلغ المدفوع.

٥-٣-٢ القيمة الحالية لبوليصة التأمين السنوية (Annuity) أو الدفعة المنتظمة (Regular Payment)

تشير القيمة الحالية **لبوليصة التأمين السنوية** إلى سلسلة من الدفعات النقدية المتساوية التي سيتلقاها المستثمر في مدة محددة من الزمن.

وكما في الحالات السابقة، تحسب القيمة الحالية لبوليصة التأمين السنوية عن طريق خصم التدفقات النقدية لقيمة الأصل اليوم. ويمكن استخدام المعادلة نفسها عند احتساب الدفعات المنتظمة.

سنتطرق أولاً إلى دراسة الحالات حيث تُسدَّد الدفعات في نهاية المدة الزمنية. إذا كنا نتوقع الحصول على دفعات بقيمة 100 دولار على مدى السنوات الثلاث المقبلة، يمكننا احتساب قيمتها الحالية (على افتراض أن سعر الفائدة يساوي 5%) باستخدام المعادلة المذكورة تالياً:

السنة	التدفق النقدي	سعر الخصم	المعادلة	عامل الخصم	القيمة الحالية
١	١٠٠,٠٠	٥٪	١٠٠,٠٠ ÷ ١,٠٥	٠,٩٥٢٤	٩٥,٢٤
٢	١٠٠,٠٠	٥٪	١٠٠,٠٠ ÷ ١,٠٥٢	٠,٩٠٧٠	٩٠,٧٠
٣	١٠٠,٠٠	٥٪	١٠٠,٠٠ ÷ ١,٠٥٣	٠,٨٦٣٨	٨٦,٣٨
الإجمالي					٢٧٢,٣٢

وبالتالي تكون القيمة الحالية لتلك الدفعات المستقبلية 272,32 دولاراً. يبين الجدول أيضاً كيف يتحول ذلك إلى عامل خصم، أي مقدار الخصم على القيمة المستقبلية بالأرقام العشرية.

بدلاً من احتساب كل من القيم الحالية على حدة، يمكن الوصول إلى النتيجة نفسها باستخدام معادلة أخرى (تُقرأ من اليسار إلى اليمين):

$$\text{القيمة الحالية لبوليصة التأمين السنوية} = \text{x دولار} \times \frac{1}{r} \times \left[\frac{1}{(1+r)^{n}} - 1 \right]$$

حيث:

- x دولار: مبلغ البوليصة السنوية المستحقة كلَّ سنة
- r: معدل الفائدة طوال مدة البوليصة السنوية
- n: عدد الفترات الزمنية التي يستمر فيها سريان البوليصة السنوية.

وبتطبيق ذلك على المثال المذكور أعلاه، تصبح المعادلة كما يلي:

$$\text{القيمة الحالية لبوليصة التأمين السنوية} = \$١٠٠ \times \frac{١}{٠,٠٥} \left[\frac{١}{(١+٠,٠٥)^{٣}} - ١ \right]$$

توجد طريقة بديلة للحساب يمكن أن تستخدم أيضاً لمعرفة القيمة الحالية للسند، وهي كما يلي (من اليسار إلى اليمين):

$$\text{القيمة الحالية لبوليصة التأمين السنوية} = \text{الدفعة السنوية x} \left[\frac{1 - (r+١)^{-n}}{r} \right]$$

باستخدام الأرقام نفسها الواردة أعلاه، تصبح المعادلة كما يأتي:

$$\text{٢٧٢,٣٢£} = \frac{٠,١٣٦١٦}{٠,٠٥} \text{ X ١٠٠£} = \left[\frac{١ - ٠,٨٦٣٨٣٧٦}{٠,٠٥} \right] \text{ أو } \left[\frac{١ - \left(\frac{١}{١,١٥٧٦٢٥} \right)}{٠,٠٥} \right] \text{ أو } \left[\frac{١ - \left(\frac{١}{٣١,٠٥} \right)}{٠,٠٥} \right] \text{ x ١٠٠£}$$

هذا ويمكن استخدام القيمة الحالية لبوليصة تأمين سنوية لاحتساب أمور مثل بوليصة التأمين السنوية أو الدفعات الشهرية على القرض العقاري. كما يمكن أن تستخدم أيضاً في تقييم جاذبية الفرصة الاستثمارية.

٥-٣-٣ القيمة الحالية لبوليصة التأمين المستدامة

بوليصة التأمين المستدامة عبارة عن سلسلة من التدفقات النقدية المنتظمة التي من المقرر أن يتم دفعها أو استلامها إلى الأبد، أي لمدة زمنية تتجاوز ٥٠ عاماً من الناحية العملية.

ويتم احتسابها بكل بساطة باستخدام المعادلة الآتية:

$$\text{القيمة الحالية لبوليصة التأمين} = \text{الدفعة السنوية} \times \frac{١}{r}$$

فعلى سبيل المثال، إذا كان من المفترض أن يستلم المستثمر مبلغ 1000 يورو كل عام إلى الأبد، ما القيمة الحالية لهذا المبلغ إذا كان معدل الفائدة يساوي 5%؟

$$\text{القيمة الحالية} = €١٠٠٠ \times \frac{١}{٠,٠٥} = €٢٠,٠٠٠$$

على الرغم من أن بوالص التأمين المستدامة لا توجد سوى في صيغة نموذج رياضي، إلا أنه يمكن استخدامها لتقريب قيمة تدفق منتظم طويل الأجل من الدفعات المتساوية عن طريق التعامل مع هذا التدفق على أنه بوليصة تأمين مستدامة إلى الأبد. فإذا كان لديك، على سبيل المثال، عقار تجاري تنتج عنه إيرادات إيجار قدرها ١٠,٠٠٠ جنيه إسترليني وكان سعر الخصم يساوي ٨٪، فإنك يمكن أن تستخدم المعادلة لاحتساب القيمة الحالية للعقار عن طريق احتساب القيمة الحالية لتلك الدفعات المستقبلية، التي تساوي ١٢٥,٠٠٠ جنيه إسترليني.

٦- التحليل الأساسي والتحليل الفني

هدف التعلّم

٥-٥-١ معرفة الفارق بين التحليل الأساسي والفني: الأهداف الأساسية؛ الأساليب الكمية؛ الرسوم البيانية (مقارنة بين الاتجاهات الأولية الثانوية والثالثية)؛ حجم التداول، وزخم السوق، والمتوسطات المتحرّكة، وغيرها من المؤشرات

يمكن تصنيف الطرق المستخدمة في تحليل الأوراق المالية من أجل اتخاذ قرارات الاستثمار في إحدى مجموعتين رئيستين: **التحليل الأساسي** أو **التحليل الفني**. وسوف ندرس الميزات الرئيسة لكل منهما وأبرز الاختلافات فيما بينهما أدناه.

٥-٦-١ التحليل الأساسي

ينطوي **التحليل الأساسي** على التحليل المالي للقوائم المالية المنشورة لشركة ما، بالإضافة إلى دراسة إدارتها والأسواق التي تعمل فيها ومركزها التنافسي. ويُعَدّ طريقةً من طرق تحديد قيمة الورقة المالية بواسطة التركيز على العوامل الأساسية التي تؤثر على النشاط التجاري للشركة.

يستخدم التحليل الأساسي كلاً من:

- **العوامل الكمية**، مثل النتائج العددية لتحليل الشركة والسوق التي تعمل فيها، و
- **العوامل النوعية**، مثل نوعية إدارة الشركة، وقيمة علامتها التجارية وبعض المجالات الأخرى مثل براءات الاختراع والتكنولوجيا المسجلة في حقوق ملكية الشركة.

ويعتمد التحليل الأساسي على فرضية أن السوق لا تحدِّد قيمة الأوراق المالية على النحو الصحيح دائماً في المدى القصير، لكن يمكن للمستثمر- بواسطة تحديد القيمة الحقيقية للشركة- شراء الأوراق المالية بسعر مخفض ثم يحصد ثمار الاستثمار بمرور الوقت حين تتعادل القيمة السوقية للشركة مع قيمتها الأساسية.

تصدر الشركات كمية كبيرة من البيانات المالية، لذلك يسعى التحليل الأساسي إلى استخلاص البيانات المجدية حول الشركة. وسوف نتطرق إلى دراسة الكثير من النسب الرئيسة التي يمكن استخلاصها من هذا لاحقاً في القسم ٧ من هذا الفصل.

وبالإضافة إلى هذه البيانات الكمية، يقيِّم التحليل الأساسي مجموعةً واسعةً من العوامل النوعية الأخرى مثل:

- نموذج أعمال الشركة
- مركزها التنافسي
- جودة عمل فريق إدارتها وخبرتهم
- كيفية إدارة الشركة، وشفافية البيانات المالية المتوافرة والمقاربة التي تستخدمها **لحوكمة الشركات**، و
- القطاع الذي تعمل فيه، وحصتها السوقية ومركزها التنافسي بالنسبة إلى نظيراتها.

ونتيجة لذلك، يستخدم المحلل المالي الكثير من المعلومات غير الموضوعية المتعلقة بالشركة لصياغة الافتراضات الحالية والمستقبلية عن آفاق نجاحها وبالتالي سعر سهمها وغير ذلك من المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية الأخرى مثل السندات قيد الإصدار، إن وجدت.

٦-٢ التحليل الفني

يسعى التحليل الفني أيضاً إلى تقييم الشركة، لكنه بدلاً من تحليل القيمة الحقيقية وآفاق نجاح الشركة، فإنه يستخدم البيانات التاريخية عن السعر وحجم التداول من أجل التنبؤ بحركة سعر الورقة المالية أو السوق في المستقبل. وبذلك يهتم التحليل الفني إلى حدٍّ كبير بدراسة الأنماط والاتجاهات السائدة لحركة السعر فيما مضى لتحديد ما إذا كان يمكن أن تتكرر هذه الحركة في المستقبل.

يرتكز التحليل الفني على الافتراضات الآتية:

- السوق يقوم بخصم المؤثرات كلها.
- تتحرك الأسعار في اتجاهات ومسارات معينة.
- التاريخ يعيد نفسه غالباً.

يستخدم التحليل الفني الرسوم البيانية لحركات الأسعار بالإضافة إلى المؤشرات الفنية ومؤشرات التذبذب لتحديد الأنماط التي يمكن أن توحي بتحركات الأسعار في المستقبل. المؤشرات عبارة عن حسابات رياضية تُستخدم لتأكيد حركة السعر وإطلاق إشارات بالشراء والبيع. ومؤشرات التذبذب نوع آخر من الحساب الرياضي يشير إلى ما إذا كانت الورقة المالية في مرحلة فرط بيع أو فرط شراء.

وبالتالي، يُعَدّ مفهوم الاتجاه العام للسوق من أهم المفاهيم المستخدمة في التحليل الفني. لكن قد يكون من الصعب تحديد الاتجاهات السائدة في السوق، لأنّ الأسعار لا تتحرك في خط مستقيم، ولذلك يعنى التحليل الفني بتحديد سلسلة من القمم أو القيعان التي تحدث في السوق سعياً لتحديد اتجاه الحركات. وتُصنَّف هذه الحركات على أنها حركات باتجاه صاعد وباتجاه هابط وباتجاه عرضي. ولا شك أنّ اتباع الاتجاه السائد في السوق (الذي يحدده الآخرون - المشترون أو البائعون) يؤدي حتماً إلى استحداث ذلك الاتجاه- ما يؤدي إلى ظهور عقلية القطيع، حيث يتبع الأشخاص بعضهم بعضاً. ومن التعابير الأخرى المستخدمة لوصف ميل المشترين أو البائعين إلى اتباع بعضهم بعضاً مصطلح "الاتجاه السائد " (والاستثمار بالاتجاه السائد في السوق).

الاتجاه السائد

يبيِّن الشكل أعلاه من اليسار إلى اليمين مفهوم الاتجاه السائد وبعض الأنماط الأساسية الملحوظة عمومًا.

- **الرسم البياني الأول: الاتجاه الصاعد** - تعكس النقطة (١) القمةَ الأولى بينما تعكس النقطة (٢) القاعَ التالي. لكي يكون الاتجاه صاعدًا، يجب أن يكون كلُّ قاعٍ أعلى من القاع السابق، وإلا فيقال إن الاتجاه انعكس. وينطبق المبدأ نفسه على الاتجاه الهابط.
- **الرسم البياني الثاني: خط الاتجاه** - إلى جانب تصنيف الاتجاه العام للسوق على أساس حركة الاتجاه، يصنِّف التحليل الفني أيضًا الاتجاهات على أساس المدة الزمنية أو خط الاتجاه. فالاتجاهات الأولية هي اتجاهات الأسعار على المدى الطويل، ويمكن أن تستمر لسنوات عدة. وتُعرف الاتجاهات الأولية في السوق على نطاق أوسع بمصطلح **أسواق الثيران** والدببة: فسوق الثيران هي سوق صاعدة، وسوق الدببة هي سوق هابطة. وتتكون الاتجاهات الأولية من عددٍ من الاتجاهات الثانوية، التي يدوم كلٌّ منها لمدةٍ لا تزيد عن شهرين، وتتكون الاتجاهات الثانوية بدورها من عدة اتجاهات أقصر أجلًا (اتجاهات ثالثية أو يومية).
- **الرسم البياني الثالث: المثلث** - تحتوي مخططات التحليل الفني أيضًا على قنوات، حيث يضاف خطَّان متوازيان للإشارة إلى مناطق الدعم والمقاومة التي تربط بين سلسلةٍ من القمم والقيعان المتتالية. ويتوقع مستخدمو التحليل الفني أن يتحرك سعر الورقة المالية بين هذين المستويين حتى يخترق أحدهما، وعند هذه النقطة يتوقَّع المستخدم حصولَ حركة حادة بالاتجاه الذي اخترق فيه السعرُ الخطَّ. وتُسمَّى هذه النقاط نقاط الاختراق. فإذا اخترق السعرُ خطَّ الدعم، كانت تلك إشارة توحي للمستخدم بالبيع، أما إذا حدث الاختراق عند **خطّ المقاومة**، مع تنامي الإقبال على شراء الأصل المتداول، كانت تلك إشارةً توحي للمستخدم بأن الفرصةَ مواتيةٌ للشراء. ويُعدُّ المثلث في الشكل أعلاه مثالًا على نمط الاختراق هذا؛ إذ تصبح تحركات السعر أقلَّ تقلُّبًا بالتدريج، لكنها غالبًا ما تخترق الخطَّ في أحد الاتجاهين بطريقةٍ مذهلةٍ للغاية.
- **الرسم البياني الرابع: نمط الرأس والكتفين** - يعلم المحلل الفني أنَّ الأسعار لا تتحرك دائمًا بالاتجاه نفسه، وأنَّ الاتجاهات السائدة تزول في نهاية المطاف، ومن ثَم فإنه يسعى أيضًا إلى تحديد ما يُعرف باسم أنماط الانعكاس، أو إشارات الشراء/ البيع. ولعل أشهرها نمطُ الرأس والكتفين، كما يظهر في المثال أعلاه.

إلى جانب ذلك، يراقب المحلل الفني حجمَ التداول وزخم السوق والمتوسطات المتحركة وغيرها من المؤشرات.

- تُستخدم مؤشرات الحجم لتحديد مستوى اهتمام المستثمرين بالسوق أو بورقة مالية عند مستوى معيَّن. ويمكن أن يشير حجم التداول الكبير، ولا سيَّما بالقرب من مستويات السوق المهمة، إلى بداية اتجاه جديد، بينما يشير الحجم المنخفض إلى انخفاض الدعم.
- تُستخدم مؤشرات الزخم في محاولةٍ لفهم المعدَّل الذي يتغير عنده السعر وقوة تلك الحركة. ومن المقاييس الشائعة: مؤشر القوة النسبية، وتقارب المتوسطات المتحرّكة. يمكن استخدام مؤشرات الزخم لتحديد التغيرات في سلوك البيع والشراء وتوليد إشارات التداول. فعلى سبيل المثال، يحدث التباعد الصعودي عندما يتحرك السعر باتجاه الأسفل، لكن مؤشر الزخم يتحرك باتجاه الأعلى، وهذا قد يشير إلى أن السعر - وإن كان ينخفض - قد يعكس اتجاه حركته. أما التباعد الهبوطي فيحدث عندما يتحرك السعر باتجاه الأعلى، بينما يتحرك مؤشر الزخم باتجاه الأسفل، مشيرًا إلى تراجع اهتمام المستثمرين بالشراء، وأنَّ الاتجاه السائد قد ينعكس نحو الأسفل.

قد ترغب في إجراء بحثك الخاص لرؤية أمثلة مرئية لهذه المؤشرات وغيرها.

٦-٣ الفرق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

يُعَدّ التحليل الأساسي والفني طريقتان رئيستان من الطرق المستخدمة في التحليل الاستثماري، وكما ترى عند مقارنة الخصائص الرئيسة لكل منهما، ثمة فروق شاسعة في مقاربتيهما.

ويمكن تلخيص الاختلافات الرئيسة بينهما على النحو الآتي:

	التحليل الأساسي	التحليل الفنّي
تحليل القوائم المالية مقابل الرسوم البيانية	ينطوي على تحليل الميزانية العمومية وقائمة التدفقات النقدية وقائمة الدخل للشركة.	يفترض أنه ليست هناك حاجة للقيام بذلك لأنّ جميع المعلومات الأساسية المتعلقة بالشركة تؤخذ في الاعتبار عند تحديد السعر، ويمكن العثور على المعلومات المطلوبة في المخططات البيانية للشركة.
الأفق الزمني	يتبنّى مقاربة للاستثمار طويلة المدى نسبياً.	يستخدم البيانات الموجودة في الرسوم البيانية ضمن إطار زمني أقصر بكثير قد يتكون من عدة أسابيع وأيام وحتى دقائق.
الاستثمار مقابل التداول	كثيراً ما يُستخدم لاتخاذ القرارات الاستثمارية الطويلة الأجل.	كثيراً ما يُستخدم لتحديد قرارات التداول القصيرة الأجل.

على الرغم من أن المنهجيّات التي يعتمدها التحليل الفني والأساسي تختلف على نحو ملحوظ، لا ينبغي أن ننظر إلى هذه المنهجيّات على أنها تقنيات مستقلة لا يمكن استخدامها معاً. في الواقع، إنّ الاختلافات بين هاتين المنهجيتين تجعلهما مكمِّلتان واحدتهما للأخرى. وعند استخدامهما معاً، يمكن تعزيز عملية صنع القرار المتعلق بإدارة المحافظ الاستثمارية.

يجمع بعض مدراء الاستثمار بين كلا نمطي التحليل. فيُستخدم التحليل الأساسي في تحديد الأوراق المالية التي ستشترى أو تباع بينما يُستخدم التحليل الفني لتيسير اتخاذ القرار المتعلق بتوقيت إجراء عمليات التداول (تنفيذ أمر بيع أو شراء الورقة المالية). على سبيل المثال، يمكن أن تكون الورقة المالية أساساً صفقة شراء بناءً على القيمة والافتراضات طويلة المدى، لكن من الناحية الفنية لا يدعم مؤشر القوة النسبية (RSI) عملية الشراء في الوقت الراهن بسبب انخفاض حجم مشتري هذه الورقة المالية - أي ثمة غياب للقوة الدافعة لدعم قرار الشراء أو البيع.

٧- العوائد والنسب المالية

تحتوي القوائم المالية والمذكرات الإيضاحية المرتبطة بها التي تصدرها الشركة على كمية كبيرة من البيانات التي ينبغي تحويلها إلى أرقام ذات معنى. يمكن بعد ذلك استخدام هذه الأرقام لتقييم قدرة الشركة على تحقيق الأرباح، والمخاطر المرتبطة بتلك الأرباح، وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها عند الاستحقاق وعلى تحديد الاتجاهات السائدة في السوق. لذا سوف ننتقل الآن إلى دراسة مجموعة متنوعة من العوائد والنسب التي يمكن استخدامها بوصفها جزءاً من التحليل الأساسي.

٧-١ نسب قياس الربحية

هدف التعلّم

٥-٦-١ فهم الغرض من النسب الرئيسة الآتية: العائد على رأس المال المتاح للاستثمار (ROCE)؛ معدل دوران الأصول؛ هامش صافي الربح؛ هامش إجمالي الربح

تستخدم نسب قياس الربحية لتقييم فاعلية إدارة الشركة في توظيف أصول الشركة لتحقيق الأرباح وتحقيق القيمة لحملة الأسهم. وتستخدم هنا مجموعة كبيرة من النسب المالية، لكننا سنقتصر في هذا القسم على دراسة العائد على رأس المال المتاح للاستثمار ومعدل دوران الأصول وهوامش الربح.

٧-١-١ العائد على رأس المال المتاح للاستثمار (ROCE)

يُعدُّ مقياس العائد على رأس المال المتاح للاستثمار (Return on Capital Employed ROCE) من المقاييس الرئيسة لكفاءة الشركة في تحقيق الأرباح ويركّز على العوائد التي نتجت من إجمالي رأس المال الذي استثمرته الشركة - أي الديون وكذلك حقوق الملكية.

ويعبّر العائد على رأس المال المتاح للاستثمار عن الدخل الناتج عن أنشطة الشركة التجارية في صورة نسبة مئوية من إجمالي رأس مالها. ويمكن استخدام هذه النسبة المئوية حينئذٍ للمقارنة بين العوائد المتحقّقة وبين تكلفة الاقتراض، ولتحديد الاتجاهات السائدة من مدة محاسبية إلى أخرى، ولإجراء مقارنات مع الشركات الأخرى.

ويُحسب على النحو الآتي:

$$\text{العائد على رأس المال المتاح للاستثمار} = \frac{\text{الربح قبل دفع الفائدة والضريبة}}{\text{رأس المال المتاح للاستثمار}}$$

وفيما يأتي المعادلة بصورة أكثر تفصيلاً لتوضيح الأجزاء المكونة لرأس المال المتاح للاستثمار:

$$\text{العائد على رأس المال المتاح للاستثمار} = \frac{\text{الربح قبل دفع الفائدة والضريبة}}{\text{(إجمالي الأصول - الخصوم المتداولة + الاقتراض قصير الأجل)}}$$

عند دراسة العائد على رأس المال المتاح للاستثمار، يأخذ هذا المقياس في الاعتبار التمويل المتاح للشركة لتحقيق الأرباح، وبالتالي فإنه يشمل حقوق المساهمين ورأس المال المقترض والسحب على المكشوف من المصارف. على الرغم من أن السحوبات على المكشوف من المصارف تصنّف بين الخصوم (الالتزامات) المتداولة، فإنها عادة من النشاطات التمويلية أيضاً على غرار القروض طويلة الأجل، ولهذا السبب تُضاف مجدداً إلى المعادلة.

ويمكن احتساب رأس المال المتاح للاستثمار عن طريق النظر إما إلى جانب الأصول أو الخصوم في الميزانية العمومية وبذلك تأخذ المعادلة إحدى صيغتين:

- رأس المال المتاح للاستثمار = إجمالي الأصول - الخصوم المتداولة + السحوبات على المكشوف؛ أو
- رأس المال المتاح للاستثمار = حقوق المساهمين + رأس المال المقترض + السحوبات على المكشوف.

تجدر الإشارة إلى احتمال حدوث خلل في النتائج في الحالات الآتية:

- السعي للحصول على تمويل إضافي في نهاية المدة المحاسبية، لأنّ ذلك يؤدي إلى زيادة رأس المال المتاح للاستثمار لكنه لا يؤثر على قيمة الأرباح المستخدمة في المعادلة.
- إعادة تقييم الأصول الثابتة ضمن المدة المحاسبية، لأنّ ذلك يزيد من كمية رأس المال المتاح للاستثمار بينما يخفض في الوقت ذاته الأرباح المعلنة عن طريق زيادة **قيمة الإهلاك**.
- الاستحواذ على شركة تابعة بنهاية المدة المحاسبية، حيث يؤدي ذلك إلى زيادة رأس المال المتاح للاستثمار لكن لا تكون هناك أي أرباح ما بعد الاستحواذ من الشركة التابعة لوضعها في قائمة الأرباح والخسائر الموحَّدة.

٧-١-٢ معدل دوران الأصول وهامش الربح

يمكن إجراء تحليل أكثر تفصيلاً للعائد على رأس المال المتاح للاستثمار عن طريق تقسيم هذه المعادلة إلى نسبتين ثانويتين على النحو الآتي: معدل دوران الأصول وهامش الربح.

يتعلق معدل دوران الأصول بالعلاقة بين المبيعات ورأس المال المتاح للاستثمار في الشركة. ويصف مدى كفاءة الشركة في تحقيق مبيعات عن طريق النظر إلى مدى العمل الجاد لأصول الشركة (أي مدى فعالية استخدام أصول الشركة خلال الفترة المحاسبية).

ينظر هامش الربح إلى مقدار الربح الذي يتم تحقيقه لكل "وحدة عملة" من المبيعات (أي مدى فعالية إدارة السعر والتكلفة في مواجهة المنافسة في الصناعة). وكلما ارتفع هامش الربح، كان ذلك أفضل. علاوة على ذلك، قد تجذب هوامش الربح المرتفعة أو المحسنة شركات أخرى إلى الصناعة، اعتمادًا على وجود حواجز صناعية أمام الدخول، وبالتالي خفض الهوامش في الأمد البعيد.

يمكن توضيح العلاقة بين العائد على رأس المال المتاح للاستثمار وبين كل من هذين المقياسين على النحو الآتي:

$$\text{العائد على رأس المال المتاح للاستثمار} = \frac{\text{الربح قبل دفع الفائدة والضريبة}}{\text{رأس المال المتاح للاستثمار}}$$

$$\text{معدل دوران الأصول} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{رأس المال المتاح للاستثمار}} \qquad \text{هامش الربح} = \frac{\text{الربح قبل دفع الفائدة والضريبة}}{\text{المبيعات}}$$

٥

مثال

على افتراض أن لدى شركة الفهد المحدودة مبيعات بقيمة ٥ مليون دولار، وتبلغ قيمة أرباحها الصافية ١,٥ مليون دولار، وتظهر العناصر الآتية في ميزانيتها العمومية:

- رأس المال المساهم ١ مليون دولار
- الاحتياطي النقدي ٥ مليون دولار
- القروض ١ مليون دولار
- السحب على المكشوف ٠,٥ مليون دولار

لذلك يمكن احتساب هامش الربح ومعدل دوران الأصول والعائد على رأس المال المتاح للاستثمار في الشركة على النحو الآتي:

العائد على رأس المال المتاح للاستثمار:

$$\frac{\text{الربح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{رأس المال المتاح للاستثمار}} \quad \text{أو} \quad \frac{\text{١,٥ مليون دولار}}{\text{(١ مليون دولار + ٥ مليون دولار + ١ مليون دولار + ٠,٥ مليون دولار)}} \times ١٠٠ = ٢٠٪$$

هامش الربح:

$$\frac{\text{الربح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{المبيعات}} = \frac{\text{١,٥ مليون دولار}}{\text{٥ مليون دولار}} \times ١٠٠ = ٣٠٪$$

مُعدّل دوران الأصول:

$$\frac{\text{المبيعات}}{\text{رأس المال المتاح للاستثمار}} = \frac{\text{٥ مليون دولار}}{\text{٧,٥ مليون دولار}} = ٠,٦٧ \text{ مرّة}$$

وبالتالي، يمكن استخدام هامش الربح ومعدل دوران الأصول بالاقتران مع العائد على رأس المال المتاح للاستثمار للحصول على صورة أكثر شمولية عن أداء الشركة. ويمكن بعد ذلك تفسير نتائج العمليات الحسابية لتحديد ما إذا كانت تمثل صورة إيجابية، الأمر الذي يتوقف على العوائد التي تحققها الشركات المماثلة التي تعمل في القطاع نفسه أو في قطاع مشابه.

٧-١-٣ هوامش إجمالي الربح والربح التشغيلي وصافي الربح

يمكن النظر إلى هوامش الربح المتنوعة لتحليل ربحية الشركة من أجل تحديد ما إذا كانت تتمتع بسيولة جيدة وتدار بكفاءة أم لا.

وهامش إجمالي الربح يوضح الذي تحققه الشركة بعد دفع تكلفة البضاعة المباعة. ويدل على مدى كفاءة الإدارة في استخدام اليد العاملة والمواد الخام المتاحة لها في عملية الإنتاج. وتكتب معادلة هامش إجمالي الربح على النحو الآتي:

$$\text{هامش إجمالي الربح (٪)} = \frac{\text{إجمالي الربح}}{\text{الإيرادات}}$$

تمتاز الشركات التي لديها هامش ربح إجمالي عالٍ بسيولة أكبر، ولذلك تكون لديها تدفقات نقدية أكثر للإنفاق على البحث والتطوير أو التسويق أو الاستثمار. وتجب المقارنة بين هوامش الربح الإجمالي وبين المعايير السائدة في القطاع من أجل فهمها في السياق كما ينبغي تحليلها في عدد من الفترات المحاسبية.

يوضح هامش الربح التشغيلي مدى كفاءة استخدام الإدارة للعمليات التجارية لتحقيق الأرباح. ويتم احتسابه باستخدام المعادلة الآتية:

$$\text{هامش الربح التشغيلي (٪)} = \frac{\text{الربح التشغيلي}}{\text{الإيرادات}}$$

كلما ارتفع الهامش، كان ذلك أفضل للشركة، إذ يدل ذلك على قدرتها على التحكم في تكاليفها وقد يدلّ أيضاً على أن المبيعات تتزايد بصورة أسرع من التكاليف وأن الشركة تتمتع بالسيولة نسبياً.

ويتجلى الفارق بين هامش إجمالي الربح وهامش الربح التشغيلي في أن هامش الربح الإجمالي لا يأخذ في الاعتبار سوى تكلفة البضائع المباعة فقط، في حين أن هامش الربح التشغيلي يأخذ في الاعتبار تكلفة البضاعة المباعة ونفقات الإدارة/البيع.

يوفِّر هامش صافي الربح تحليلاً أعمق لربحية الشركة حيث يشمل الفوائد والضرائب. وهنا أيضاً لابد من مقارنة الهامش مع المعايير السائدة في القطاع لفهم دلالته في السياق. ويحسب هامش صافي الربح باستخدام المعادلة الآتية:

$$\text{هامش صافي الربح (٪)} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{الإيرادات}}$$

واحتساب نسبة هامش الربح الصافي يتضمن التكاليف كافة من أجل تحديد الفائدة النهائية للدخل الناتج عن استثمار الشركة، وبالتالي فإنها تقيس مدى كفاءة الشركة بشكل عام في تحسين الأرباح لمساهميها. وتعدّ واحدة من النسب المالية الأكثر أهمية لأنها تشمل العوامل جميعاً التي تؤثر في الربحية، سواء كانت تحت سيطرة الإدارة أم لا. وكلما ارتفعت نسبة هامش صافي الربح، كانت الشركة أكثر فاعلية في التحكم بالتكاليف. وعند مقارنتها مع المتوسط في القطاع، يمكن للمستثمرين الاطلاع على مدى جودة أداء الإدارة والعمليات التشغيلية للشركة مقارنة بمنافسيها. وعند مقارنتها بالقطاعات المختلفة، يمكن للمستثمرين معرفة أي هذه القطاعات أكثر ربحيةً من غيرها.

٧-٢ نسب المديونية

هدف التعلّم

٢-٦-٥ فهم الغاية من نسب المديونية الآتية: الرفع المالي؛ معدل تغطية الفوائد

تُستخدم نسب المديونية في تحديد المخاطر المالية العامة التي تواجهها الشركة ومساهميها. وبصورة عامة، كلما زادت الديون المترتبة على الشركة، زادت مخاطر إفلاسها.

٧-٢-١ الرفع المالي (Gearing)

يفضِّل المستثمرون نمو الأرباح المطرد، أو الدفعات المضمونة من الأرباح، على الأرباح المتقلبة وتلك التي لا يمكن التنبؤ بها. تعتمد نوعية دفعات الأرباح هذه على ما إذا كان نشاط الشركة وثيق الارتباط بتقلبات الدورة الاقتصادية. كما يتوقف أيضاً على مستوى **الرفع المالي** الذي تستخدمه الشركة، أو هيكل رأس المال. ومن المهم أن نطّلع على كيفية استخدام هذا الدين، سواء لتمويل المشاريع التجارية الجديدة حيث من المتوقع أن يتجاوز **معدل العائد الداخلي** (القيمة المستقبلية) أقساط الفائدة، أو لمجرد تمويل سداد أرباح الأسهم.

يصف الرفع المالي للشركة (ويسمى أحياناً الرافعة المالية) هيكل رأس مال هذه الشركة، أو نسبة المديونية إلى رأس المال الذي تملكه وتقوم باستثماره.

ويُعرف الرفع المالي أيضاً على أنه نسبة الديون إلى حقوق الملكية، ويحسب على النحو الآتي:

$$\text{نسبة الديون إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{(مجموع الديون بفائدة + الأسهم الممتازة)}}{\text{حقوق ملكية المساهمين العاديين}}$$

يتم تضمين الأسهم الممتازة في جانب الديون من العملية الحسابية لأنّ أرباح الأسهم الممتازة تحظى بالأولوية على دفع أرباح الأسهم العادية.

هذا ويمكن التعبير أيضاً عن الرفع المالي للشركة بالقيم الصافية عن طريق مراعاة أي أصول نقدية تحتفظ بها الشركة، إذ من المحتمل أن تكون هذه النقود متوافرة لسداد جزء من ديون الشركة.

يمكن أن يعزز تمويل نشاط الشركة عن طريق الديون من نمو أرباح الشركة، حيث يعدّ وسيلة أكثر فاعلية من الناحية الضريبية وأقل تكلفة عموماً للتمويل مقارنة بحقوق الملكية. لكن الاستدانة المفرطة يمكن أن تؤدي أيضاً إلى تقلب شديد جداً في تدفقات أرباح الشركة، نظراً لأن الفوائد على الديون يجب أن تدفع بغض النظر عن ربحية الشركة.

ويجب على المحلل المالي أن يدرك مصدر النمو والإيرادات. هل يرجع ذلك إلى استخدام رأس المال والموارد المتاحة على نحو أفضل أم أن السبب يعود إلى مواظبة الشركة على اقتراض المال مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة فوائدها؟

كما أن هناك تأثيرات مختلفة للتمويل عن طريق الأسهم، أو الديون ذات المعدلات الثابتة أو المتغيرة. فجميعها لها تكاليفها وحين تنخفض معدلات الفائدة، قد تشكّل الديون الخيار الأفضل نظراً لإمكانية استخدامها لإعادة شراء السندات أو الأسهم. غير أنه في حالات ارتفاع معدلات الفائدة تصبح الديون مكلفة للغاية وبالتالي يمكن أن تشكّل أسهم الشركة أو سنداتها ذات المعدلات الثابتة طريقة أقلّ تكلفة لتمويل فرص النمو.

٧-٢-٢ معدل تغطية الفوائد

يهتم المساهمون والمقرضون الذين يحتمل أن يمولوا الشركة أيضاً بقدرة الشركة على دفع التزاماتها، أو دفع الفائدة المستحقة، على ديونها ذات الفوائد. وتأثير سياسة الرفع المالي للشركة على قائمة الأرباح والخسائر ينعكس في معدل تغطية الفوائد الذي يحسب على النحو الآتي:

$$\text{معدل تغطية الفوائد} = \frac{\text{الربح قبل الفائدة والضريبة}}{\text{الفوائد المستحقة}}$$

كلما ارتفع معدل تغطية الفوائد لدى الشركة، زاد هامش الأمان لمساهميها العاديين واتسع المجال المتاح أمامها للحصول على قروض التمويل الإضافي من دون إحداث تأثير ملموس على قدرتها على سداد أقساط الفائدة المستحقة أو التأثير سلباً على جودة تدفقات أرباحها. ويشير معدل تغطية الفوائد الذي يبلغ 1.5 أو أقل إلى أن قدرة الشركة على تغطية نفقات الفائدة قد يكون مشكوكاً فيها.

لكنّ هذه النسبة تتطلب تفسيراً دقيقاً نظراً لأنها عرضة للتغيرات التي تطرأ على هيكل رأس مال الشركة وتحركات أسعار الفائدة العامة، ما لم توظّف الشركة إستراتيجيات التمويل بسعر فائدة ثابت أو التحوط الخاص بسعر الفائدة.

٣-٧ نسب السيولة

هدف التعلّم

٣-٦-٥ فهم الغرض من نسب السيولة الآتية: نسبة رأس المال العامل (نسبة التداول)؛ نسبة السيولة (نسبة السيولة السريعة)؛ نسبة السيولة الفورية؛ تحليل زد سكور

يعتمد بقاء شركة ما على قيد الحياة على كلٍّ من ربحيتها وقدرتها على توفير ما يكفي من السيولة النقدية لدعم عملياتها التشغيلية اليومية. وتُعرف قدرة الشركة هذه على دفع التزاماتها عند استحقاقها بمصطلح السيولة، ويمكن تقييمها باستخدام نسبة التداول ونسبة السيولة السريعة.

١-٣-٧ نسبة رأس المال العامل (نسبة التداول)

يشار غالباً إلى نسبة رأس المال العامل باسم نسبة التداول.

تُحسب نسبة التداول ببساطة عن طريق قسمة الأصول المتداولة على الخصوم (المطلوبات) المتداولة للشركة كما في المعادلة الآتية:

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

إذا كانت النسبة الحالية ١x، فإن أصول الشركة تساوي التزاماتها، وهذا يعني أن الشركة لديها أصول سائلة كافية لتغطية ديونها المستحقة خلال عام. وبالتالي، فإن النسبة الحالية الأقل من ١x قد تشير إلى مشاكل السيولة التي تواجهها الشركة. وينبغي تفضيل النسبة الحالية الأعلى من ١x؛ وعادة ما تكون النسبة الحالية "الجيدة" بين ١,٢x و٢x (يجب ملاحظة أن النسب الحالية المقبولة تختلف من قطاع إلى آخر).

على الرغم من حاجة أي شركة إلى الاحتفاظ بكمية من النقد تكفي لتلبية الطلب المتوقع، فإنَّ عليها أيضاً أن لا تجمّد الكثير من مواردها لأنّ ذلك يؤثر سلباً في ربحيتها أو قدرتها على الوفاء بالتزاماتها. ولذلك، كلما كانت نتيجة المعادلة أعلى، زادت قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المستحقة مع تمويل عملياتها التشغيلية الجارية في آنٍ معاً. علماً أنه إذا كانت النسبة الحالية مرتفعة للغاية، فقد يشير ذلك إلى أن الشركة لا تستخدم أصولها الحالية أو مرافق التمويل قصيرة الأجل بكفاءة.

٢-٣-٧ نسبة السيولة (نسبة السيولة السريعة)

إن نسبة السيولة (تُعرف أيضاً بالنسبة السريعة ونسبة السيولة السريعة) تشبه نسبة التداول باستثناء أنها تستبعد مخزون الشركة من البضائع من احتساب الأصول المتداولة، لأنّ هذا المخزون قد لا يكون سائلاً. وبذلك، فإن هذا يعطي مقياسًا أكثر دقة لقدرة الشركة على الوفاء بالمطالب النقدية المفاجئة.

معادلة نسبة السيولة كما يأتي:

$$\text{نسبة السيولة} = \frac{\text{الأصول المتداولة – المخزون}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

بالنسبة إلى معظم القطاعات، إذا تجاوزت هذه النسبة الواحد، كان ذلك دلالة على أن لدى الشركة أصول كافية على المدى القصير لتغطية الالتزامات القصيرة الأجل. وإذا كانت أقلّ من واحد، فإنها قد تشير إلى حاجة الشركة إلى الحصول على تمويل إضافي.

٧-٣-٣ نسبة السيولة الفورية

تدل نسبة السيولة الفورية على نسبة مجموع النقد والمكافئات النقدية (cash equivalents) في الشركة إلى الخصوم المتداولة، وتستخدم بوصفها مقياساً لسيولة الشركة. وبالتالي يمكنها تحديد ما إذا كانت الشركة قادرة على سداد الديون قصيرة الأجل ومدى سرعتها في السداد. وتُعَدّ نسبة السيولة الفورية العالية مفيدة للدائنين عند البتّ في مقدار الديون، إن وجدت، الذين هم على استعداد لإقراضها إلى الجهة التي تطلب المال منهم.

$$\text{نسبة السيولة الفورية} = \frac{\text{النقد + المكافآت النقدية + الأموال المستثمرة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

عموماً، توفِّر نسبة السيولة الفورية مقياساً أكثر تحفّظاً لقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها مقارنة بالعديد من نسب السيولة الأخرى. ويرجع ذلك إلى حقيقة أن المخزون والحسابات المدينة تُستبعد من هذه المعادلة. ولما كانت هذه الحسابات تشكل جزءاً كبيراً من العديد من الشركات، فلا ينبغي أن تستخدم هذه النسبة في تحديد قيمة الشركة، بل تستخدم ببساطة بوصفها أحد عوامل تحديد درجة السيولة.

٧-٣-٤ تحليل زد سكور (Z-score)

يُعتبر تحليل زد سكور لأُلتمان (أو ببساطة تحليل زد سكور) بشكل عام طريقة أكثر تفصيلاً لتحديد ما إذا كانت الشركة على وشك إعلان الإفلاس والتصفية أم لا.

يستخدم هذا النموذج لتحديد احتمال تعرّض الشركة للتصفية بواسطة تحليل عوامل متعددة مثل مزيج من الرفع المالي ومبيعات الشركة لاستخراج قيمة زد سكور (Z-score) من هذه النتائج.

في العادة، يشير مستوى زد سكور الذي يبلغ ١,٨ أو أقل إلى أن الشركة تعاني من ضائقة مالية، وهناك احتمال كبير لإفلاسها؛ وتشمل إشارات الخطر الأخرى زيادة استخدام الأصول المؤجرة والإفراط في الاعتماد على عميل واحد. وإذا كان مستوى زد سكور سلبياً، فهذا يعني أن إفلاس الشركة بات وشيكاً.

بالمقابل، فإن النتيجة ٣ أو أكثر تشير إلى أن الشركة في وضع مالي قوي.

ويشير مستوى زد سكور الذي يتراوح بين ١,٨ و٣ إلى أن الشركة لا تعاني من ضائقة مالية فورية، ولكنها أيضاً لا تتمتع بوضع مالي قوي بشكل خاص. وبالتالي، فهي تقع في منطقة رمادية حيث قد يكون الحذر ضرورياً، وتكون هناك حاجة إلى مزيد من التحليل لتقييم صحتها المالية بدقة.

٧-٤ نسب تقييم الاستثمار

هدف التعلّم

٥-٦-٤ فهم الغرض من نسب السوق الآتية: عائد السهم؛ الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك وإهلاك الدين؛ الأرباح قبل خصم الضرائب والفوائد؛ نسب السعر إلى العائد التاريخية والمتوقعة؛ عوائد توزيعات أرباح الأسهم؛ تغطية توزيعات أرباح الأسهم؛ نسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية

سوف ندرس في القسم الآتي بعض النسب التي يستخدمها المستثمرون لتقييم الاستثمارات المحتملة.

٧-٤-١ عائد السهم (EPS)

عائد السهم (Earnings Per Share EPS) هو مقياس لربحية الشركة (بعد سداد كافة النفقات والمدفوعات) المتاحة للمساهمين العاديين، يُعبر عنه بمبلغ معين للسهم الواحد. يسمح الرقم للمحللين والتجار بقياس القوة المالية للشركة مقارنة بتاريخها الخاص ومع شركات أخرى مماثلة.

يُحسب عائد السهم على النحو الآتي:

$$\text{عائد السهم} = \frac{\text{(صافي الدخل – أرباح الأسهم الممتازة)}}{\text{عدد الأسهم العادية قيد الإصدار}}$$

يشار إلى الرقم الناتج بمصطلح العائد الأساسي للسهم.

غالباً ما تتربع جودة تدفقات أرباح الشركة وقدرتها على تنمية عائدها على السهم بطريقة متسقة على رأس العوامل التي تؤثر في سعر أسهم الشركة، لا سيما أنّ الأرباح توفّر للشركة القدرة على تمويل العمليات التشغيلية في المستقبل والوسيلة اللازمة لدفع توزيعات أرباح الأسهم (dividends) للمساهمين.

إلى جانب عائد السهم، ثمة مقياسان رئيسان آخران نحن بحاجة إلى النظر إليهما:

- هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب (Earnings Before Interest & Tax EBIT).
- هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك و**إهلاك الدين** (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, & Amortisation EBITDA).

هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT)

يمكن أيضاً احتساب عائد السهم قبل دفع أقساط الفائدة والضرائب. لذلك، تصنّف الأرباح قبل الفوائد والضرائب (Earnings Before Interest & Tax EBIT) على أنها الدخل التشغيلي أو الأرباح التشغيلية.

وبعبارة أخرى، فإنه يقيس ربحية الشركة، قبل الأخذ في الاعتبار تأثيرات نفقات التمويل. وبذلك، يوفر هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب صورة أكثر وضوحًا للأداء التشغيلي للشركة وربحيتها من أنشطتها التجارية الأساسية.

يُحسب هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب على النحو التالي:

هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب = الإيرادات – النفقات التشغيلية

تتضمن النفقات التشغيلية عادةً التكاليف المرتبطة بشكل مباشر بإنتاج السلع أو الخدمات وبيعها، بالإضافة إلى تكاليف النفقات العامة اللازمة لتشغيل الأعمال.

يجعل هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب من السهل على المستثمرين والمحللين مقارنة ربحية الشركات المختلفة ضمن القطاع نفسه.

هامش الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك وإهلاك الدين (EBITDA)

كما يوحي الاسم، يقوم EBITDA بتحليل أرباح الشركة قبل أخذ أي تكاليف مالية وضريبية ومحاسبية في الاعتبار. كما يسمح لنا بمقارنة أرباح الشركات على المستوى الدولي، حيث لا تحجب الاختلافات في معايير المحاسبة صورة الأرباح.

يُحسَب EBITDA من خلال أخذ صافي دخل الشركة وإضافة الفوائد والضرائب والإهلاك وإهلاك الدين، على النحو التالي:

الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك وإهلاك الدين = صافي الدخل + الفوائد + الضرائب + الإهلاك + إهلاك الدين

الإهلاك وإهلاك الدين مفهومان متشابهان في المحاسبة، حيث يتضمن كلاهما تدوين قيمة الأصول بمرور الوقت لتعكس استهلاكها التدريجي أو انتهاء عمرها الاقتصادي المفيد. ومع ذلك، ثمة اختلافات بينهما - يتعلق الإهلاك بالأصول الملموسة ذات المادة الملموسة (مثل المباني والآلات)، في حين ينطبق إهلاك الدين على الأصول غير الملموسة (مثل براءات الاختراع والسمعة التجارية).

ومن خلال استبعاد هذه النفقات المحددة، يوفر صافي الدخل قبل الفوائد والضرائب والإهلاك وإهلاك الدين مقياسًا أكثر توحيدًا لأداء الشركة التشغيلي. وهو مفيد بشكل خاص لمقارنة الشركات عبر الصناعات والمناطق المختلفة، لأنه يتجاهل الاختلافات في ممارسات المحاسبة ومعدلات الضرائب.

ولكن من المهم أن نلاحظ أن الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك وإهلاك الدين لها حدودها. على سبيل المثال، هي لا تقدم بالضرورة صورة كاملة عن الصحة المالية للشركة، لأنها تستبعد الفوائد والضرائب، فضلاً عن النفقات المهمة الأخرى. بالإضافة إلى ذلك، يمكن للإدارة التلاعب بالأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك وإهلاك الدين لتقديم رؤية أكثر إيجابية لأداء الشركة. لذلك، في حين أن الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك وإهلاك الدين يمكن أن تكون مقياساً مفيداً، إلا أنه يجب استخدامها جنباً إلى جنب مع مقاييس مالية أخرى للحصول على فهم شامل للصحة المالية للشركة.

٢-٤-٧ نسبة السعر إلى العائد (نسبة PE)

نسبة السعر/ العائد (وتدعى أحيانا بنسبة السعر إلى العائد، أو نسبة P/E أو PER) تقيس درجة تقدير المستثمرين للشركة من حيث قدرتها على تنمية تدفقات دخلها المنتظمة.

وتحسب هذه النسبة عن طريق قسمة سعر السوق على عائد السهم كما في المعادلة الآتية:

$$\text{نسبة السعر إلى العائد} = \frac{\text{سعر السهم}}{\text{عائد السهم}}$$

فإذا كانت نسبة السعر إلى العائد (P/E) في الشركة عالية مقارنةً بالمتوسط في القطاع الذي تعمل فيه، فهذا يعني أن المستثمرين يتوقعون أن تحقق الشركة نمواً أعلى من المتوسط، بينما يشير انخفاضها إلى أن المستثمرين يتوقعون أنّ معدل نمو أرباح الشركة سيكون أقل من المتوسط في المستقبل.

مثال

تعمل شركة العين العامة المحدودة في قطاع حيث يبلغ متوسط نسبة السعر إلى العائد المحتملة حالياً ثماني مرات. إذا كان من المتوقع أن تكون أرباح شركة العين بقيمة 0.30 دولار للسهم الواحد، تكون القيمة الضمنية لسهم الشركة:

نسبة السعر إلى العائد x عائد السهم المتوقع = 8 x 0.30 دولار = 2.40 دولار.

على الرغم من أن نسب السعر إلى العائد تختلف اختلافاً كبيراً بين الأسواق والقطاعات المختلفة، يمكن أن تكون هناك عدة أسباب وراء حصول شركة ما على نسبة أعلى من نسب نظيراتها في القطاع ذاته، إلى جانب المبالغة في تسعير أسهمها ببساطة. ومن هذه الأسباب:

- تنامي القدرة المتوقعة للشركة على تنمية عائد السهم بسرعة أكبر من منافسيها.
- أن تحقّق الشركة أرباحاً أكثر جودة أو مضمونة أكثر من نظيراتها.
- أن تمرّ الشركة بمرحلة انخفاض مؤقت في الأرباح.

ومن الطرق المستخدمة لمعرفة ما إذا كانت نسبة السعر إلى العائد في الشركة صحيحة ومبرَّرة تكون بتقسيم هذه النسبة على تقدير واقعي لمتوسط معدل نمو أرباح الشركة على مدار السنوات الخمس القادمة. فإذا كانت النتيجة أقل من واحد، فإنّما يدل ذلك على احتمال أن تكون الأسهم جذابة للمستثمرين. ويشار إلى هذه القيمة في بعض الأحيان على أنها نسبة السعر إلى النمو في الأرباح (Price earning to growth rate PEG).

من المهم أيضاً أن نعرف طريقة احتساب نسبة السعر إلى العائد لضمان إجراء مقارنات مناسبة. ونصادف هنا نسبتين رئيستين:

- **نسب السعر إلى العائد التاريخية** – التي تعتمد على أحدث تقرير للأرباح السنوية المعلن عنها.
- **نسب السعر إلى العائد المتوقعة** – التي تعتمد على الأرباح المتوقعة.

٧-٤-٣ عوائد توزيعات أرباح الأسهم وتغطية أرباح الأسهم

من الأسباب الرئيسة التي تدفع المستثمرين لشراء الأسهم طمعهم في الحصول على أرباح الأسهم التي توزّع على حملة الأسهم، ولذلك يحتاج هؤلاء المستثمرون إلى مقياس يسمح لهم بمقارنة توزيعات أرباح أسهم إحدى الشركات مع تلك الخاصّة بشركة أخرى، أو مع استثمارات بديلة مثل السندات أو الإيداعات النقدية.

تعطي **عوائد توزيعات أرباح الأسهم (Dividend Yield)** دلالةً للمستثمرين حول العائد المتوقع على السهم بحيث يمكن مقارنته بالأسهم والاستثمارات الأخرى. تُحسب عوائد توزيعات أرباح الأسهم (Dividend Yield) عن طريق قسمة صافي أرباح السهم على سعر السهم، كما يأتي:

$$\text{عائد توزيعات أرباح السهم (٪)} = \frac{\text{صافي توزيعات الأرباح لكل سهم}}{\text{سعر السهم}}$$

$$\text{تغطية توزيعات أرباح الأسهم (x)} = \frac{\text{عائد السهم}}{\text{صافي توزيعات الأرباح لكل سهم}}$$

بشكل عام، تُعتبر تغطية توزيعات أرباح الأسهم بمقدار ٢x أو أعلى أمرًا حكيمًا، حيث يُنظر إلى الشركة على أنها قادرة على تحمل توزيع أرباح الأسهم. وتشير تغطية توزيعات أرباح الأسهم المرتفعة بشكل غير عادي إلى أن الشركة تحتفظ بأغلب أرباحها، ربما بقصد إعادة الاستثمار لمزيد من النمو. هذا أمر شائع بين الشركات التي لا تزال في مرحلة نمو عالية، وليس الشركات الأكثر نضجًا والتي غالبًا ما يُتوقع منها دفع أرباح منتظمة.

لكن قد يشير انخفاض النسبة إلى أقل من ١,٥x إلى توزيعات أرباح أقل استدامة. وإذا كانت النسبة أقل من ١x فإن الشركة تدفع توزيعات أرباح أكبر من أرباح العام. وتمول الشركة جزءاً من توزيعاتها باستخدام الأرباح المحتجزة من السنوات السابقة (أي الاحتياطيات السابقة) ويقال إنها تدفع توزيعات أرباح غير مغطاة. ومن المرجح أن يكون هذا سبباً لقلق المستثمرين.

٧-٤-٤ نسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية

نسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية (Price to Book (P/B) ratio) تقيس العلاقة بين سعر سهم الشركة في السوق وصافي القيمة الدفترية، أو قيمة الأصول للسهم الواحد بالنسبة لحملة الأسهم العادية. من الناحية النظرية، إنّ القيمة الدفترية للأصول الملموسة تمثل المبلغ الذي سيستلمه المستثمر مقابل كل سهم إذا قررت الشركة إيقاف عملياتها وتصفية أصولها جميعاً عند القيمة المسجلة في دفاتر حسابات الشركة.

وبالتالي، تُستخدم نسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية عادةً لتقييم الشركات المالية لأن الأرباح قد لا تكون مؤشرًا كافيًا للآفاق المستقبلية لهذه الشركات. وتكتب المعادلة على النحو الآتي:

$$\text{نسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية} = \frac{\text{سعر السهم}}{\text{صافي قيمة الأصول (NAV) للسهم الواحد}}$$

لاحظ أن صافي قيمة الأصول للشركة لكل سهم، المنسوب إلى المساهمين العاديين، يتم التوصل إليه عن طريق قسمة صافي الأصول على عدد الأسهم المصدرة. إن صافي قيمة الأصول لكل سهم مفيد لتقييم:

- السعر الأدنى الذي يجب أن تتداول به أسهم الشركة من الناحية النظرية
- القيمة الأساسية لشركة العقارات، و
- القيمة الأساسية لصندوق الاستثمار (انظر القسم ١-٣-٤ من الفصل ٤).

على غرار نسبة P/E، تشير نسبة P/B إلى أن السهم يكون ذا قيمة أفضل حين تكون النسبة منخفضة.

عادة ما يتم اعتبار السهم مسعرًا **بالقيمة العادلة/الحقيقية** عندما تساوي P/B الواحد. إذا كانت النسبة أقل من ١ (أي أن سعر السهم أقل من صافي القيمة الدفترية للسهم)، فهذا يشير إلى أن السوق تقلل من قيمة الشركة؛ ولأن الأسهم تُباع حاليًا بخصم عن قيمتها العادلة، فإن هذا يمثل فرصة شراء جيدة، أو قد يكون علامة على وجود خطأ جوهري في الشركة (أو أن السوق يرى ذلك).

وعلى العكس من ذلك، فإن نسبة P/B التي تزيد عن ١ (أي أن سعر السهم أكبر من القيمة الصافية للأصول لكل سهم) تشير إلى أن الأسهم يتم تداولها بسعر أعلى من القيمة الدفترية للشركة، ربما لأن المستثمرين ينظرون إليها كشركة ذات إمكانات نمو أعلى من المتوسط.

لا تعمل نسبة P/B بشكل جيد إلا عند تحليل الشركات التي تتمتع بمستويات عالية من الأصول الملموسة؛ وهي أقل فائدة عند النظر إلى الشركات التي لديها كميات كبيرة من الشهرة أو الملكية الفكرية في بيان مركزها المالي. يجب تفسير النسبة بعناية وعدم استخدامها أبدًا كمقياس مستقل لتحديد الشركات المقومة بأقل من قيمتها الحقيقية.

٨- قياس القيمة

هدف التعلّم

٥-٧-١ معرفة المفهوم الأساسي وراء: القيمة الاقتصادية المضافة؛ القيمة السوقية المضافة؛ نماذج تحديد قيمة توزيعات أرباح الأسهم بما في ذلك نموذج غوردن للنمو

يعنى هذا الركن الأخير من أركان التحليل الأساسي بتقييم الأسهم.

لكن من المتوقع أن تُتداول أسهم الشركة عادة بعلاوة على صافي قيمة الأصول، وذلك نتيجةً للسُّمعة الطَّيِّبة التي تُعزى عادةً إلى إدارة الشركة ووضعها الاستثماري وسمعتها، وكلها أُمورٌ لا تظهر في الميزانية العمومية للشركات.

لا يفيد صافي قيمة الأصول للسَّهم الواحد في تقدير قيمة الشركات الخدمية أو الشركات الاستشارية التي يعتمد نشاطها على قيمة رأس المال الفكري عوضاً عن رأس المال المادي، لأن هذه القيمة لا يمكن إدراجها في الميزانية العموميّة. وبدلاً من ذلك، يتم استخدام نماذج تقييم أخرى، مثل نموذج نمو جوردون.

٨-١ نموذج غوردن للنمو (Gordon Growth Model)

يطبِّق نموذج تقييم توزيعات أرباح الأسهم سعراً نظرياً لسهم الشركة عن طريق خصم التدفق المتوقع من توزيعات أرباح الأسهم للشركة في المستقبل إلى ما لا نهاية.

وبعبارة أخرى، فإنه يستخدم المعادلة نفسها التي درسناها سابقاً في هذا الفصل (القسم ٥-٣-٣) لاحتساب القيمة الحالية للسندات المستدامة ويستخدمها بدلاً من ذلك لاحتساب قيمة السهم. يشتق المعدل المطلوب للمعادلة عن طريق تسوية المعدل الخالي من المخاطر الذي يمكن أن نحصل عليه من أحد أذون الخزانة أو سندات الخزانة بما يتناسب مع المخاطر النسبية للاستثمار.

مثال

من المتوقع أن تدفع شركة البراء العامة المحدودة توزيعات أرباح بقيمة ١٠ بنسات للسهم الواحد في العام المقبل. على افتراض أن العائد المطلوب لحملة الأسهم يساوي ١١٪ وأنّ هذا العائد من المتوقع أن يبقى عند هذا المستوى، يجب أن يكون سعر السهم:

سعر السهم = $\frac{D}{k}$ = $\frac{£٠,١٠}{٠,١١}$ = ٠,٩١ جنيهاً إسترلينياً

حيث:

D = أرباح الأسهم الموزعة في غضون عام واحد

k = معدّل العائد المطلوب لأصحاب حقوق الملكية

لكن هذه النسبة لا تأخذ في الاعتبار احتمال ارتفاع توزيعات أرباح الأسهم. وقد أدى ذلك إلى تطوّر نموذج غوردن للنمو، الذي يفترض أن توزيعات أرباح الأسهم سوف تنمو في المستقبل بمعدل ثابت.

مثال

على افتراض أنه من المتوقع أن تنمو أرباح الأسهم التي توزعها شركة البراء العامة المحدودة بمعدل ثابت قيمته ٥٪، يجب أن يكون سعر السهم:

سعر السهم = $\frac{D}{g - k}$ = $\frac{£٠,١٠}{٠,١١ - ٠,٠٥}$ = ١,٦٧ جنيهاً إسترلينياً

حيث:

D = أرباح الأسهم الموزعة في غضون عام واحد

k = معدل العائد المطلوب بالنسبة إلى مستثمري حقوق الملكية

g = معدل النمو في الأرباح إلى الأبد

٢-٨ نماذج تعظيم القيمة لحملة الأسهم (EVA)

تهدف المنهجيّة التي تتبناها نماذج تحقيق القيمة لحملة الأسهم إلى تحديد ما إذا كانت لدى الشركة القدرة على إضافة قيمة لحملة أسهمها العادية عن طريق تحقيق العوائد على أصولها بما يتجاوز تكلفة تمويل هذه الأصول.

نموذج القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added EVA)

ويُعَدّ نموذج القيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added EVA) الأكثر شعبية بين منهجيات تعظيم القيمة لحملة الأسهم هذه.

تُحسب القيمة الاقتصادية المضافة لأي فترة محاسبية مفردة بالشكل التالي:

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب - (رأس المال المُستَثمر x متوسط تكلفة رأس المال المرجّح)

حيث إن رأس المال المُستَثمر هو الدين + إيجارات رأس المال + حقوق المساهمين (أي الرقم الصافي المعدل من الميزانية العمومية للشركة).

فإذا كانت النتيجة إيجابية، تكون الشركة قد أضافت قيمة لحملة الأسهم. أما إذا كانت النتيجة سالبة، فهذا يشير إلى أن قيمة الشركة يجري تدميرها.

تجدر الإشارة إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة:

- تعتمد على الأرباح المحاسبية والمقاييس المحاسبية لرأس المال المتاح للاستثمار
- وتقيس فقط خلق القيمة أو تدميرها على مدى فترة محاسبية واحدة
- وتعجز بمفردها عن تحديد ما إذا كانت القيمة السوقية لأسهم الشركة أدنى من قيمتها الحقيقية أو أعلى منها.

القيمة السوقية المضافة (Market Value Added MVA)

لمعرفة ما إذا كان تحديد قيمة أسهم الشركة يتم على النحو الصحيح أم لا، يستخدم المحلّلون مفهوم القيمة السوقية المضافة (Market Value Added MVA).

والقيمة السوقية المضافة لشركة ما تمثِّل تقييمَ السوق للقيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة السنوية المستقبلية للشركة. وتحسب كما يلي:

MVA = القيمة السوقية للشركة (بما في ذلك قيمة حقوق الملكية والديون للشركة) - إجمالي رأس المال المستثمر في الشركة

ببساطة، إذا كانت القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة المستقبلية السنوية للشركة والمخصومة بما يعادل المتوسط المرجّح لتكلفة رأس المال الخاص بالشركة أكبر من تلك المتضمنة في القيمة السوقية المضافة، فإن ذلك يعني أن القيمة السوقية لأسهم الشركة أقل من قيمتها الحقيقية، والعكس صحيح إذا كانت أقل من القيمة السوقية المضافة.

وكما هو الحال مع القيمة الاقتصادية المضافة، تعتمد القيمة السوقية المضافة أيضاً على القيم المحاسبية لتحديد قيمة رأس المال المُستثمَر، ويضاف إلى ذلك أنها تتطلّب من المحللين التنبؤ بالقيم الاقتصادية المضافة لعدة سنوات في المستقبل لتحديد ما إذا كانت القيمة السوقية المضافة الناتجة معقولة أم لا.

أسئلة نهاية الفصل

فكّر في إجابة عن كل سؤال من الأسئلة الآتية، ثم عدْ إلى القسم المناسب للتأكد من صحة جوابك.

١. **اذكر ثلاثة عوامل تؤثّر في مُعدّل اتّجاه النمو الاقتصادي.**
مرجع الإجابة: القسم ١-٣

٢. **ما المقصود بالعملة الرسمية (الإلزامية)؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٨-١

٣. **اذكر أربع طرق يمكن للمصارف المركزية من خلالها التأثير على توفّر االنقد في الاقتصاد؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢

٤. **سمِّ أربع مسؤوليات رئيسة للمصارف المركزية.**
مرجع الإجابة: القسم ٢-١

٥. **أيُّ أنواع السِّلع تتمتّع بمرونة طلب دَّخلية (YED) أكبر من واحد؟**
مرجع الإجابة: القسم ٣-٢-٣

٦. **في علم الاقتصاد، ما الفرق الرئيس بين التكاليف على المدى القصير والتكاليف على المدى الطويل عند تحليل سلوك تكاليف الشركة؟**
مرجع الإجابة: القسم ٣-٣-٢

٧. **لماذا تكون الأرباح غير العادية التي قد تحققها الشركات في سوق المنافسة الكاملة ظاهرة مؤقتة فقط؟**
مرجع الإجابة: القسم ٣-٤-١

٨. **اشرح الفرق بين المتوسط والوسيط والمنوال ثمّ وضِّح أيها أكثر ملاءمةً عند تلخيص البيانات؟**
مرجع الإجابة: القسم ٤-١-١

٩. **عرّف مصطلح "التباين".**
مرجع الإجابة: القسم ٤-١-٢

١٠. **ما العلاقة بين معامل الارتباط والتغاير؟**
مرجع الإجابة: القسم ٤-٢-١

١١. **ما التحليل الذي يمكن أن يبيِّن القيمة الجوهرية للشركة؟**
مرجع الإجابة: القسم ٦-١

١٢. **في التحليل الفني، ما المقصود بالاتجاه الأولي؟**
مرجع الإجابة: القسم ٦-٢

١٣. **استكمالاً للسؤال السابق، ماذا يستشف المستثمر من خط الاتجاه؟**
مرجع الإجابة: القسم ٦-٢

١٤. **كيف يمكن أن يحدث إخلال بالاتجاه السائد في العائد على رأس المال المتاح للاستثمار (ROCE) لشركة ما؟**
مرجع الإجابة: القسم ٧-١-١

١٥. **عرف مصطلح "الرفع المالي".**
مرجع الإجابة: القسم ٧-٢-١

١٦. **ما الأسباب التي قد تدفع المحلّل لإجراء تحليل زد سكور Z-score؟**
مرجع الإجابة: القسم ٧-٣-٤

الفصل السادس

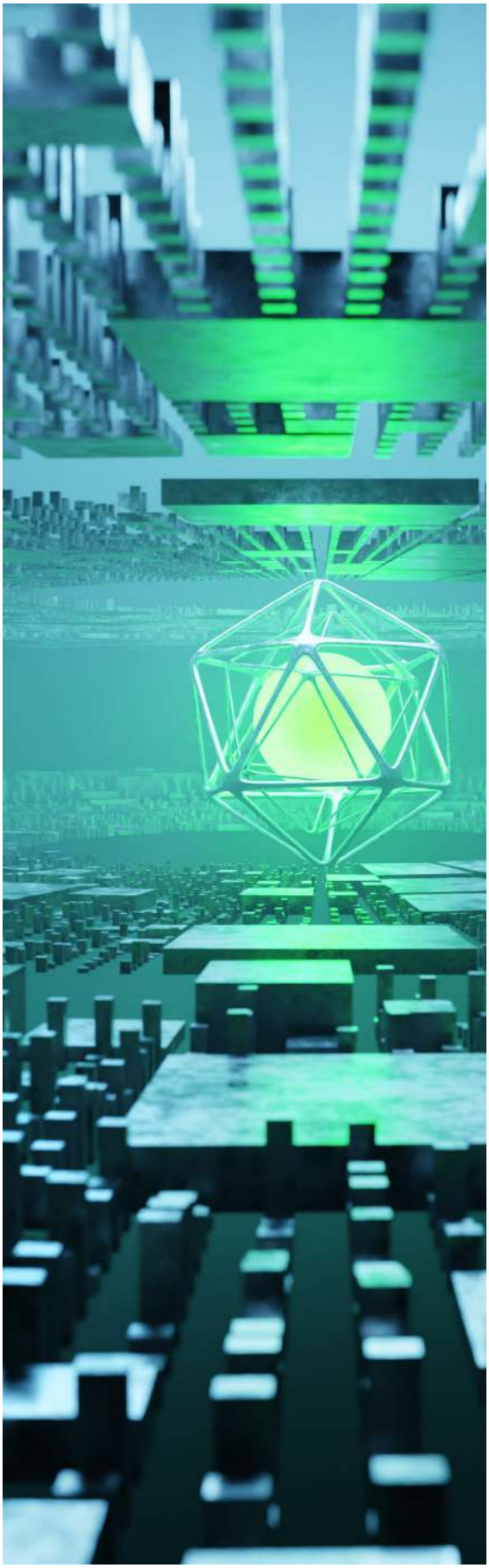
إدارة الاستثمار

١.	نظريات بناء المحفظة الاستثمارية	١٩٩
٢.	إستراتيجيات الاستثمار	٢٠٩
٣.	دور فئات الأصول والصناديق في المحفظة الاستثمارية	٢٢٣
٤.	المخاطرة والعوائد	٢٣٤
٥.	قياس الأَداء	٢٤٠

يتضمن هذا الفصل قرابة ١٥ سؤالاً من أصل ١٠٠ سؤال من أسئلة الاختبار

١- نظريّات بناء المحفظة الاستثمارية

يبحثُ هذا القسم في النظريّة الماليّة التي تركت على مدى أكثر من خمسين سنة الماضيّة تأثيراً واضحاً على بناء المحافظ الاستثمارية.



١-١ نظرية المحفظة الحديثة

هدف التعلّم

١-٢-٦ معرفة المبادئ الأساسيّة لنظريّة المحفظة الحديثة وفرضيّة كفاءة السوق

يرى معظم المستثمرين أنّ المخاطر الأولية للاستثمار في الأسهم تكمن في احتمال أن تكون العوائد أقلّ من المتوقَّع.

وتنصّ **نظريّة المحفظة الحديثة (Modern Portfolio Theory (MPT** على أنّه بواسطة الجمع بين الأوراق الماليّة في محفظة متنوّعة، يصبح مجموع المخاطر المرتبطة بهذه المجموعة من الأوراق المالية أقل من المخاطر المتأصّلة في امتلاك أي ورقة مالية مفردة، ما يحدّ من مجموع التقلبات في عوائدها المستقبلية.

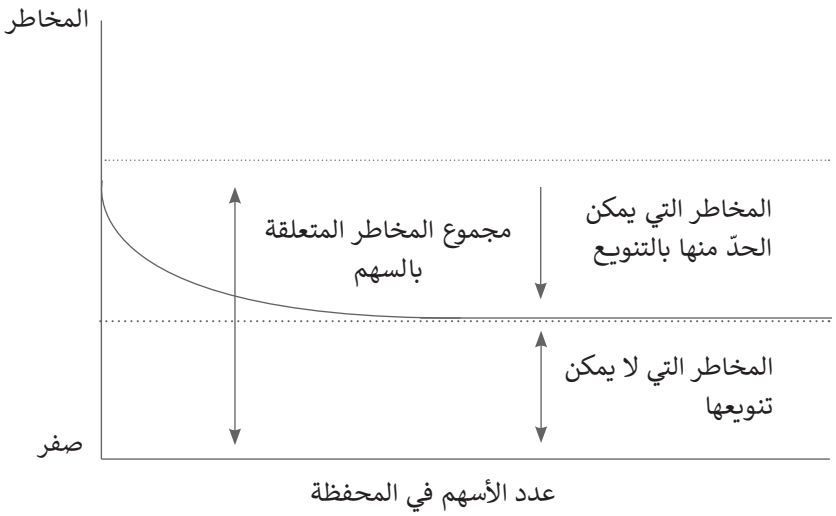
وقد وضعت هذه النظرية من قبل الأكاديمي الأمريكي هاري ماركويتز في عام ١٩٥٢، وقدّمت طريقةً جديدةً متكاملة للتفكير في بناء المحافظ الاستثمارية، لا سيما أنها طرحت للمرة الأولى مفهوم المحافظ الاستثمارية الكفء (أو المنوَّعة).

تنصّ نظرية المحفظة الحديثة على أنّ مخاطر الأسهم الفرديّة تتكوّن من:

- **مخاطر منتظمة** - مخاطر السوق التي لا يمكن الحدّ منها بالتنويع، لهذا، يُشار إليها أيضاً بالمخاطر غير القابلة للتنويع أو مخاطر السوق.
- **مخاطر غير منتظمة** – المخاطر المرتبطة بأوراقٍ ماليةٍ محدّدة، وهذه يمكن الحدّ منها بالتنويع عن طريق زيادة عدد الأسهم في المحفظة. ونتيجة لذلك يُطلق عليها أيضاً مخاطر قابلة للتنويع أو مخاطر الأسهم.

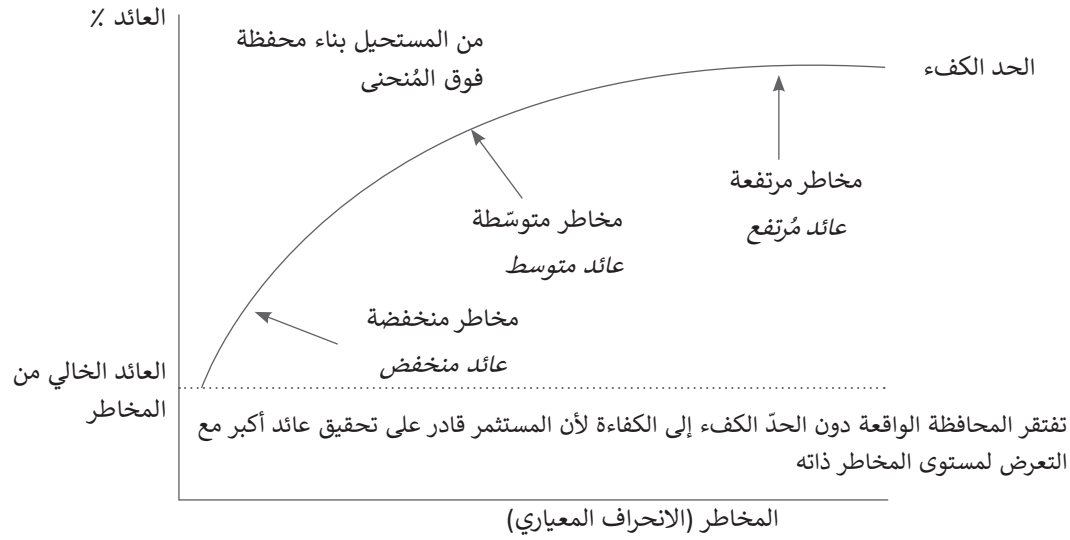
لاحظ أنّه يجب التفريق بين هذه المصطلحات والمخاطر الشاملة التي ترتبط بسلامة المؤسسات المالية وتشير إلى مخاطر انهيار النظام الاقتصادي.

وبالتالي، المحفظة المنوعة جيداً ستقلل من مخاطر أن تكون العوائد الفعلية للاستثمار أقل من المتوقعة. ووفقاً لنظرية المحفظة الحديثة، فإن المحفظة المكوّنة من ١٥ إلى ٢٠ سهماً من قطاعات مختلفة تعدّ محفظة متنوّعة بما فيه الكفاية.



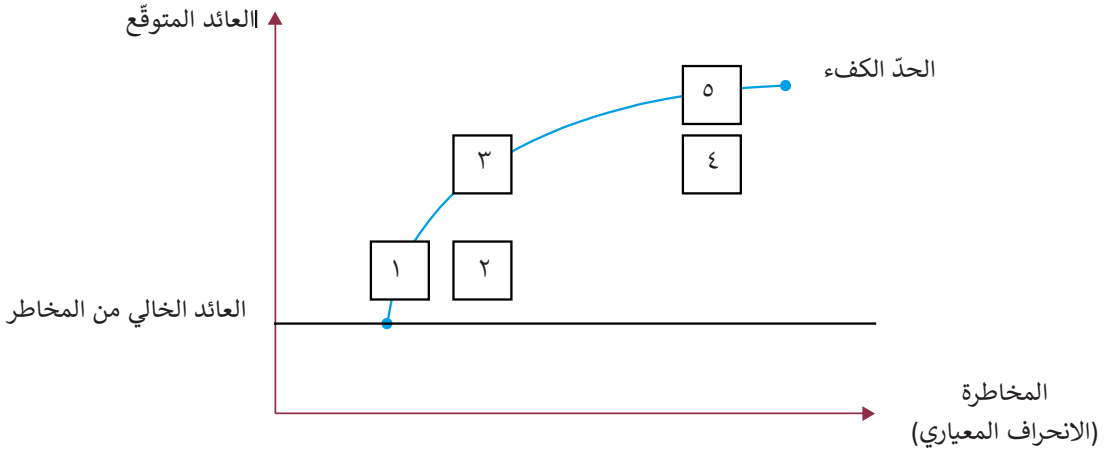
ويؤدي بنا هذا إلى الحديث عن سبل تحديد المستوى الأمثل للتنويع، وهذا ما يُدعى بـ **الحدّ الكفء (efficient frontier)**. يتكوَّن نموذج الحدِّ الكفء من المدخلات الآتية:

- العائد على كلِّ أصل من الأصول
- الانحراف المعياري لعوائد كلِّ أصل
- الارتباط بين عوائد كلِّ زوج من الأصول.



بحسب نظرية المحفظة الحديثة، لا يستثمر المستثمرُ العقلاني في محفظة استثمارية ما لم تقع في موضعٍ ما على الحدِّ الكفء. يُبيّن الرسم البياني أنه من الممكن أن تحتوي المحافظ المختلفة على مستويات مختلفة من المخاطر والعوائد. يُقرر كل مستثمر حجم المخاطر التي يمكن أن يتحمّلها ثم يُنوِّع محفظته الاستثمارية على هذا الأساس. عادةً ما تتموضع المحفظة المثلى في المسافة الواقعة عند منتصف المنحنى لأنّه، كلّما اتّجهنا نحو الأعلى، ازداد مستوى المخاطر بالتوازي مع انخفاض نسبة العوائد تدريجياً. وبالمثل، إنّ تمركز المحفظة عند الجزء الأدنى للمنحنى عديم الجدوى، إذ يمكن للمستثمر تحقيق عائد مماثل بالاستثمار في أصول خالية من المخاطر.

ينطوي نموذج الحدِّ الكفء على الرسم البياني للعلاقة بين العائد والمخاطر لمجموعة من المحافظ الاستثمارية في سبيل تحديد أفضل عائد يمكن تحقيقه عند مستوى معيَّن من المخاطر، أو لمعرفة الحدِّ الأدنى لمستوى المخاطرة اللازم لتحقيق عائد محدَّد. ويبين الشكل أدناه مثالًا بسيطًا عن ذلك.



٣

تظهر في الرسم البياني خمسُ محافظ استثمارية مختلفة، وبالنظر إلى منحنى الحدِّ الكفء، يمكن أن نستنتج ما يأتي:

- تمثِّل المحفظة (١) خيارًا أفضل من المحفظة (٢)؛ لأنها تحقِّق مستوى العائد نفسه، ولكن عند مستوى مخاطرة أدنى.
- تُعدُّ المحفظة (٣) خيارًا أفضل من المحفظة (٢)؛ لأنها توفِّر للمستثمر عائدًا أعلى عند مستوى المخاطرة نفسه.
- تُعدُّ المحفظة (٣) خيارًا أفضل من المحفظة (٤)؛ لأنها تحقِّق مستوى العائد نفسه، ولكن عند مستوى مخاطرة أدنى.
- تمثِّل المحفظة (٥) خيارًا أفضل من المحفظة (٤)؛ لأنها توفِّر للمستثمر عائدًا أعلى عند مستوى المخاطرة نفسه.

من غير الممكن تحديد الخيار الأفضل على الإطلاق بين هذه المحافظ كلّها – إذ يتوقَّف اختيار المحفظة على أهداف المستثمر ومدى استعداده للمخاطرة.

فعلى سبيل المثال، المحفظة (١) توفِّر للمستثمر إستراتيجية تقوم على تحقيق عوائد منخفضة مع التعرض لمستوى متدنٍ من المخاطر، بينما توفِّر المحفظتان ٣ و٥ عوائد أعلى، ولكن عند مستوى مخاطرة أعلى أيضًا- ولاستخدام نموذج الحدِّ الكفء أوجه قصور أخرى، هي التالية:

- يفترض هذا النموذج أن الانحراف المعياري هو المقياس الصحيح للمخاطرة، وأن عوائد الأصول تتوزع توزعًا طبيعيًّا.
- تعتمد مدخلات النموذج على البيانات التاريخية، التي قد لا تكون مستقرَّة ولا سيَّما أثناء الأزمات المالية.
- يفترض هذا النموذج أن المحافظ الاستثمارية في كلِّ فئة من فئات الأصول هي عمليًّا صناديق مؤشرات متداولة لها خصائص بيانات المدخلات ذاتها.
- لا يأخذ هذا النموذج في الحسبان تكاليف المعاملات، وقد لا يكون المستثمرُ مستعدًّا لتغيير محفظته الاستثمارية كلما أوصى النموذج بذلك.

على الرّغم من التطورات الكبيرة التي طرأت على هذا النموذج لاختيار المحفظة منذ نشأته في أوائل خمسينيات القرن العشرين وأدّت إلى ظهور نماذج أكثر تعقيداً، مثل نظرية تسعير الأصول الرأسمالية في منتصف ستّينيات القرن العشرين ونظرية تسعير المراجحة في أواخر سبعينيات القرن نفسه، لاتزال نظرية المحفظة الحديثة العمود الفقري لقطاع التمويل من الناحيتين النظريّة والعملية. وسوف نتطرق إلى دراسة نظرية تسعير الأصول الرأسمالية ونظرية تسعير المراجحة بمزيد من التفصيل في القسمين ١-٣ و ١-٤.

٢-١ فرضية كفاءة السوق (EMH)

تُعَدّ **فرضية كفاءة السوق (Efficient Market Hypothesis EMH)** مثيرة للجدل على نطاقٍ واسع، وكثيراً ما تثار الخلافات بشأنها، إذ تنصّ الفرضية على أنه من المستحيل التغلّب على السوق لأن أسعار السوق تراعي فعلاً المعلومات ذات الصلة جميعها وتعكس المؤثرات كلها. وبالتالي، هناك طريقتان أساسيتان للاستثمار: الإدارة النشطة أو **الإدارة السلبية**.

تقوم فرضيّة كفاءة السوق على عدد من الافتراضات الأساسيّة التي ترتكز عليها معظم نماذج نظريات التمويل. على سبيل المثال، تفترض هذه النظرية أنّ المستثمرين إلى جانب كونهم عقلانيين وينفرون من المخاطرة، فإنهم يمتلكون أيضاً مقدرةً غير محدودة على الحصول على المعلومات المتوافرة بيسر وسهولة ومعالجتها بدقةٍ.

ويمكن تحليل كفاءة السوق وفقاً لفرضيّة كفاءة السوق (EMH) على ثلاثة مستويات، لكلٍّ منها آثارٌ مختلفة على كيفيّة عمل الأسواق.

- **الصيغة الضعيفة للكفاءة** - في النموذج الضعيف من السوق الكفء تعكس أسعار الأوراق المالية كلياً سعر السهم في الماضي وبيانات حجم التداول. نتيجة لذلك، ينبغي أن تتحرّك أسعار الأسهم في المراحل المستقبلية المتعاقبة على نحوٍ مستقل عن هذه البيانات السابقة بصورة عشوائية، ما يلغي أي ميزة في توافر المعلومات للمستثمرين نتيجة تبنّي أدوات التحليل الفني لتحليل الاتّجاهات السائدة في السوق.
- **الصيغة شبه القوية للكفاءة** - في هذا النموذج، تعكس أسعار الأسهم المعلوماتِ كلها المتوافرة علناً للجميع وتتأثر بصورة فورية بنشر أي معلومات جديدة في السوق. نتيجة لذلك، لا يمكن الحصول على عوائد أعلى من السائد في السوق عن طريق التداول بناء على تلك المعلومات كما لا يمكن الاعتماد بصورة موثوقة على التحليل الأساسي ولا التقني (لمزيد من المعلومات عن هذين النوعين من التحليل المالي، راجع الفصل ٥، القسم ٥) لكسب عوائد أعلى مما هو سائد في السوق.
- **الصيغة القوية للكفاءة** - وهذا يعني أنّ أسعار الأسهم في السوق تعكس المعلومات المتوافرة بمختلف أشكالها (العامة والخاصة) ولا يستطيع أحد كسب عوائد غير عادية ما دامت قوانين التعامل مع المعلومات الداخلية تمنع حاملي هذه المعلومات من التداول بناءً عليها. ومن ثمّ، على هذه القوانين أن تجعل الصيغة القوية للكفاءة مستحيلة، إلا في حالة تجاهلها عالميًا.

بصفة عامة، تتمتّع أسواق الأسهم الغربية العريقة في معظمها بالكفاءة في التسعير نسبياً. وعلى الرغم من أنه من المستحيل إجراء اختبار للنموذج القوي من كفاءة السوق بِسبب الحاجة إلى المعلومات الداخلية للشركات، فإن الدليل الأكثر إقناعاً الذي يدعم نموذج الكفاءة شبه القوي من فرضيّة كفاءة السوق يتمثّل في أنّ القلة القليلة من مدراء المحافظ المالية الذين يستخدمون إستراتيجية الإدارة النشطة قادرون فعلاً على تحقيق عوائد غير عادية بصورة مستمرة. لكن قد تظهر في بعض الأحيان مفارقات في التسعير والاتجاهات السائدة في السوق نتيجة الفروق الكبيرة بين القيمة السوقية للأسواق والأوراق المالية المفردة وبين قيمتها الحقيقية. نتيجة لذلك، ينجح بعض المدراء الذين يستخدمون إستراتيجية الإدارة النشطة في التفوّق على معاييرهم المرجعية، وبطريقةٍ مذهلة في غالب الأحيان.

وبالتالي يمكن أن تتضمن أوجه القصور في النظرية ما يأتي:

- لا يستثمر المستثمرون دائماً بطريقة عقلانية، وبالتالي فإنهم يوفّرون للآخرين مفارقات في التسعير لاقتناصها.
- يعتمد المستثمرون كثيراً على بيانات سعر السهم السابقة (التحليل التقني)، لا سيما القمم والقيعان التي تظهر حديثاً في البيانات، والسعر الذي قد دفعوه للحصول على السهم، حيث يستخدمونها بوصفها نقاط ارتكاز يتمّ على أساسها الحكم على جاذبية سعر سهم معين، بدلاً من التحليل الأساسي، وهذا بدوره يؤثر في القرارات التي يتخذونها.
- لا يملك المشاركون في السوق القدرة على استيعاب المعلومات وتفسيرها على نحوٍ صحيح، ويتوقف ذلك على تفاوتهم في القدرات والطريقة التي يتم بها عرض المعلومات.
- تتطوّر الفقاعات في سوق الأوراق المالية وغالباً ما تنفجر في نهاية المطاف، وهذه الظاهرة تقف على طرف نقيض مع فرضيّة كفاءة السوق.
- يتداول المستثمرون في كثير من الأحيان في الأوراق المالية لأسباب لا علاقة لها تماماً باعتبارات الاستثمار، كجمع النقود مثلاً أو تتبُّعاً لأحد الاتّجاهات السائدة في السوق.

٣-١ نظرية تسعير الأصول الرأسمالية

هدف التعلّم

٦-٢-٢ فهم الافتراضات التي يقوم عليها بناء نظرية تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) وأوجه قصورها

وفقاً لنظرية تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset pricing Model CAPM)، إنّ العائد المتوقّع على المحفظة أو الورقة المالية يساوي معدل العائد على الورقة المالية الخالية من المخاطر بالإضافة إلى علاوة المخاطرة، وإذا كان العائد المتوقع لا يوازي هذا العائد المطلوب أو يزيد عليه، لا ينبغي للمستثمر عندئذٍ الدخول في الاستثمار. يتمثّل القرار الذي يجب على المستثمر أن يتّخذه هنا في ما إذا كان ينبغي عليه الاستثمار في ورقة مالية (المخاطرة) أو أن يستمر في الاستثمار في الأصل الخالي من المخاطر، (مثل النقود أو السندات الحكومية الصادرة عن بلد مستقر مالياً). يحتاج مدير الاستثمار/ المحفظة إلى تحقيق عائد يفوق العائد الخالي من المخاطر لتبرير رسوم الإدارة النشطة.

بُنيت نظرية تسعير الأصول الرأسمالية على الافتراضات الآتية:

- يرغب المستثمرون جميعاً في تحقيق أقصى عائدٍ ممكن مع الحد من المخاطر إلى أدنى حدّ ممكن.
- يقترض المستثمرون في السوق جميعاً ويقرضون المال بالسعر الخالي من المخاطر نفسه.
- المشاركون في السوق جميعاً مستثمرون من ذوي المحافظ الجيدة التنويع وقد نجحوا في استخدام التنويع للحدّ من المخاطر المحددة.
- لا توجد ضرائب أو تكاليف معاملات تُذكر.
- يتشارك المستثمرون في السوق التوقّعات نفسها حول العوائد والانحرافات المعيارية للأصول كلها.

واستناداً إلى تلك الافتراضات، تُستخدم نظرية تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) للتنبؤ بالعوائد المتوقعة أو المطلوبة على الورقة المالية باستخدام مخاطرها المنتظمة- وبعبارة أخرى، **معامل بيتا.** يتم تقييم المخاطر المنتظمة بواسطة قياس معامل بيتا، أي حساسية عوائد السهم للتغيّرات في عائد السوق وبذلك فإنه يوفر مقياساً للمخاطر المرتبطة بالسهم نسبةً إلى السوق كلها.

يمكننا استخدام قيمة بيتا السهم بالتزامن مع معدل العائد على أصل خالٍ من المخاطر والعائد المتوقع من السوق لاحتساب العائد الذي يجب أن نتوقّعه من الورقة المالية.

وعادةً يتم التعبير عن معادلة نظرية تسعير الأصول الرأسمالية على النحو الآتي:

$$ER = R_f + ß\,(R_m - R_f)$$

حيث:

ER = معدل العائد المطلوب أو المتوقع

R_f= معدل العائد الخالي من المخاطر (الأصل الخالي من المخاطر)

ß = معامل بيتا

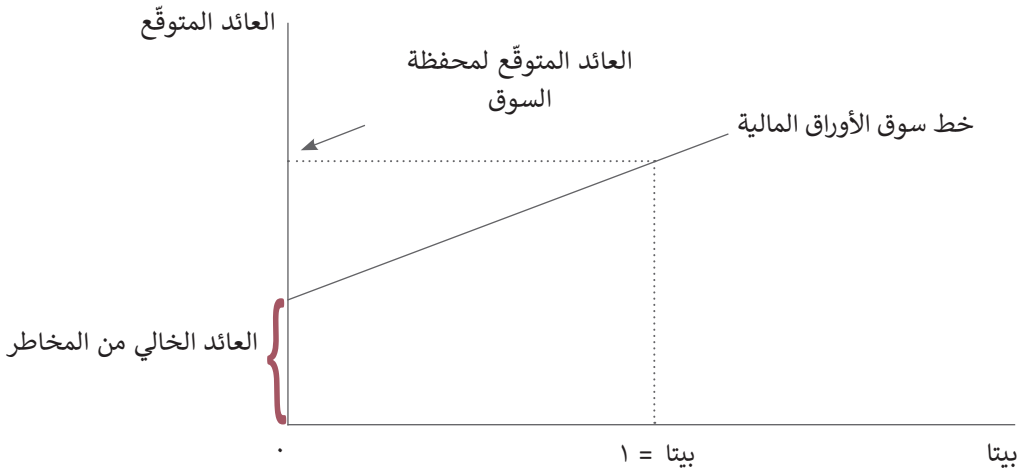
R_m= عائد السوق

R_m- R_f = علاوة السوق.

ويمكن التعبير عن هذه المعادلة بصيغة أكثر وضوحاً على النحو الآتي:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + معامل بيتا x (عائد السوق - معدل العائد الخالي من المخاطر)

يمكّننا استخدام معادلة نظرية تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) من رسم الخط البياني لما يُطلق عليه اسم خط سوق الأوراق المالية. فإذا رسمنا المخطّط البياني الذي يصوِّر العائد المتوقع من الورقة المالية في مقابل معامل بيتا، سوف تظهر العلاقة على شكل خطٍّ مستقيم.



يبيّن خط سوق الأوراق المالية أنه كُلّما ارتفعت المخاطر المرتبطة بالأصل، ارتفع العائد المتوقّع. وعلاوة مخاطر السوق تمثِّل العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه بالإضافة إلى العائد الخالي من المخاطر الذي يُعَدّ بمثابة مكافأةٍ له على تحمّل مخاطر السوق الإضافية.

مثال

يمكننا استخدام معادلة نظرية تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) لاحتساب العائد المتوقّع من السهم. على سبيل المثال، إذا كان معدل العائد الخالي من المخاطر الحالي يساوي ٥٪ وكان عائد السوق المتوقع يساوي ١٠٪، ما العائد الذي يجب أن نطلبه إذا كانت قيمة بيتا السهم ١,٥؟

تبين قيمة بيتا لهذا السهم المفرد أنه ينطوي على مخاطر أعلى من مخاطر السوق ككل، وتوضح معادلة نظرية تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) بأنه علينا أن نتوقع العائد الآتي:

العائد المطلوب = ٥٪ + (١٠٪ - ٥٪) x ١,٥ = ١٢,٥٪

توفر نظرية تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، لكونها تتيح إمكانية التنبؤ الدقيق بالعلاقة بين العائد على الورقة المالية والمخاطر المرتبطة بها، مقياساً مرجعيّاً للعائد لتقييم الاستثمارات استناداً إلى عوائدها المتوقَّعة.

لكن لها أوجه قصور أيضًا منها: الصعوبة التي يشكلها المعدَّل الذي ينبغي استخدامه بوصفه المعدَّل الخالي من المخاطر، ومدى ملاءمة استخدام قيم بيتا بوصفها دليلًا لتقدير المخاطر المستقبلية. على الرغم من أوجه القصور هذه، تُعدُّ نظريةُ تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) الأساسَ الذي يرتكز عليه كثيرٌ من مقاييس أداء الاستثمار المعدَّلة في ضوء المخاطر؛ لأنها توفِّر بياناتٍ نسبيةً تساعد في فهم العوائد المتوقَّعة وعلاقتها بالمخاطر.

١-٤ نظرية تسعير المُراجحة (APT)

هدف التعلّم

٦-٢-٣ معرفة المبادئ الرئيسة التي تقوم عليها نظريّة تسعير المُراجحة (APT)

طوِّرت نظرية تسعير المُراجحة (Arbitrage Pricing Theory APT) في أواخر سبعينيات القرن العشرين في محاولة لتلافي وجه القصور الرئيس الذي تعاني منه نظرية تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ويتمثّل في افتراض أنّ قيمة بيتا وحيدة للسوق تراعي المؤثرات كافة التي تُحدّد المخاطر المرتبطة بالورقة المالية والعائد المتوقع منها.

تتبنّى نظرية تسعير المُراجحة (APT)، بدلاً من الاعتماد على قيمة وحيدة لمعامل بيتا، منهجيّة أكثر تعقيداً تأخذ في الاعتبار عوامل متعدّدة وذلك عن طريق:

- السعي إلى التعرف الدقيق على العوامل التي تُحدد حركات سعر الورقة المالية عن طريق إجراء **تحليل الانحدار**
- تطبيق علاوة مخاطرة مستقلة لكل عامل من العوامل المؤثرة المُحدَّدة على حدة
- تطبيق قيمة بيتا مُستقلة لكلٍّ من علاوات المخاطر هذه استناداً إلى حساسية الورقة المالية لكلٍّ من هذه العوامل على حدة.

٣

تشمل مجموعة الأمثلة على العوامل التي يستخدمها أنصار مقاربة نظرية تسعير المُراجحة (APT) مُتغيّراتٍ ذات صلة بالقطاع المالي ومتغيرات اقتصادية كلّية أعمَّ منها مثل التغيّرات المتوقّعة في معدل التضخُّم أو الإنتاج الصناعي وفرق العائد بين السندات من الدرجة الاستثمارية والسندات من الدرجة غير الاستثمارية.

تقوم نظرية تسعير المُراجحة (APT) على الافتراضات الآتية:

- تُعَدّ أسواق الأوراق المالية كفؤة في التسعير.
- يسعى المستثمرون إلى بلوغ ثرواتهم أقصى حدٍّ ممكن، على الرغم من أنهم لا يختارون المحافظ الاستثمارية بالضرورة على أساس **تحليل متوسط التباين**.
- يمكن للمستثمرين بيع الأوراق المالية على المكشوف. والمقصود بالبيع على المكشوف بيع المستثمر أوراقاً مالية لا يملكها أصلاً بقصد شرائها مرة أخرى بسعر أقل من أجل تسوية القرض وتحقيق الرّبح من الصفقة.
- لا يوجد ارتباط فيما بين العوامل المؤثِّرة المحدَّدة.

تُعَدّ نظرية تسعير المُراجحة (APT) جذّابة من حيث أنها:

- تفسِّر أداء الورقة المالية بدقة أكبر من نظرية تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) عن طريق توظيف أكثر من معامل بيتا واحد
- تستخدم افتراضات أقل من نظرية تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)
- تمكّن المحللين من بناء المحافظ الاستثمارية بحيث تزال المخاطر المرتبطة بأحد المتغيّرات أو يتغير وزن التركيز على هذا المتغير سواء بالزيادة أو النقصان حسبما يراه المحلل مناسباً.

لكنّ نظرية تسعير المُراجحة (APT) تعاني من بعض أوجه القصور أيضاً، ومن هذه اعتِمادها على:

- متغيرات محدّدة غير مترابطة مع بعضها البعض
- علاقات مستقرّة بين عوائد الورقة المالية وهذه المؤثرات المحدّدة.

١-٥ النماذج متعدِّدة العوامل

في محاولةٍ للتغلب على أوجه القصور التي تعاني منها نظريات بناء المحفظة الاستثمارية، طُوِّرت نماذج متعدِّدة العوامل، وباتت تهيمن على ممارسات الاستثمار بعدما أثبتت جدواها في مساعدة مديري الأصول على استكمال المهام العملية وقياس المخاطر والسيطرة عليها.

تتيح هذه النماذج إمكانيةَ مراعاة نقاط الحساسية المختلفة لعوامل متعدِّدة، وتحديد مساهمة كلٍّ عاملٍ منها في عائد الورقة المالية. تأخذ هذه النماذج عادةً بعين الاعتبار مجموعة من العوامل مثل الحجم والقيمة والاتجاه السائد والجودة والتذبذب، مما يمكن أن يساعد في تنويع المخاطر وتعزيز العائدات. ومن خلال تحليل العائدات إلى هذه العوامل الأساسية، يمكن أن تساعد النماذج متعددة العوامل في توفير فهم لما يحرك الأداء وفي بناء محافظ أكثر قوة.

لكن من الواضح أن النماذج متعددة العوامل لا تقدِّم تفسيرًا متكاملًا لسلوك المستثمرين والأسواق، وهذا ما أدَّى إلى الاهتمام المستمرِّ بعلم التمويل السلوكي. ويرجع ذلك إلى أنها تركّز في المقام الأول على الجوانب الكمية، وغالبًا ما تتجاهل العوامل النفسية والعاطفية التي تؤثر في قرارات الاستثمار.

١-٦ علم التمويل السلوكي

هدف التعلّم
٤-٢-٦ فهم المفاهيم المتعلقة بعلم التمويل السلوكي: الخصائص الرئيسة؛ الاستِدلال؛ نظريّة التوقعات؛ صور التحيّز الذهني

تفترض نظرية التمويل التقليدية أن الناس يتّخذون قرارات استثمار عقلانيّة عند الاختيار بين فئات الأصول المختلفة في ضوء المفاضلة بين مخاطر الاستثمار وعوائده المحتملة، وأنهم يفكّرون بعقلانية في الأهداف العامة المتعلقة بالمخاطر والعوائد. وحتى بالنسبة للخبراء الماليين، يمكن أن تشكّل هذه المهمّة تحدّياً جسيماً، لذا فإنّ التعقيد الذي تنطوي عليه عملية اتّخاذ القرار المتعلق بتوزيع الأصول في المحفظة الاستثمارية واختيار الأوراق المالية وفقاً للنظرية الاقتصادية التقليدية العقلانية يمثل مشكلة بالنسبة إلى معظم الأشخاص. فعلى أرض الواقع، تُؤثِّر انفعالاتنا وحالتنا العاطفية في قراراتنا، وهذا يجعلنا نتصرَّف بطرق غير متوقَّعة أو غير عقلانية. يحاول علم التمويل السلوكي أن يجمع بين ما يسمّيه علماءُ النفس السلوكَ المعرفي وبين النظرية المالية التقليدية من أجل التوصل إلى فهمٍ أفضلَ لسُبل اتخاذ القرارات.

يؤكّد أنصار علم التمويل السلوكي أن نموذج التمويل القياسي لا يقدِّم تفسيراً مقنعاً للسبل التي يستخدمها معظم الناس عند صنع القرار المتعلق بالمسائل المالية، إذ يحاول تفسير مفارقات السوق والأنشطة الأخرى في السوق التي لا تفسِّرها نماذج التمويل التقليدية مثل نظريّة المحفظة الحديثة (MPT) ونظريّة كفاءة السوق (EMH)، ويقدّم تفسيراتٍ بديلةٍ للسؤال الرئيس المتعلّق بالأسباب التي تجعل أسعار الأوراق المالية تنحرف عن قيمها الأساسية.

وسوف نناقش فيما يأتي بعض المفاهيم الأساسيّة المتعلقة بعلم التمويل السلوكي.

١-١-٦ صنع القرار

ينطلق علم التمويل السلوكي من فرضية مفادها أن عملية اتخاذ القرار لدى البشر ليست في أغلب الأحيان عمليةً عقلانية محضة تستند إلى كافة المعلومات ذات الصلة كافة، ثم تقييمها تقييمًا موضوعيًّا؛ بل إننا نبحث غالبًا عن طرق مختصرة لاتخاذ القرار، أو نستخدم حدسنا ومشاعرنا الغريزية في هذه العملية.

الاستدلال والعقلانية المحدودة

يشير مصطلح الاستدلال إلى "المعرفة المستمدَّة من التجربة" أو "التخمينات المدروسة" أو "الحَدْس"، وهو ما يستخدمه البشر لاتخاذ القرارات في الظروف التي تتَّسم بالتعقيد وعدم اليقين.

فقدرةُ البشر على استنتاج الحقائق ذات الصلة بالقرارات عند اتخاذها - حتى عندما تتوافر لديهم جميع المعلومات ذات الصلة - محدودةٌ بالقدرات المعرفية والوقت. ويشار إلى ذلك في علم التمويل السلوكي بمصطلح "العقلانية المحدودة".

وكمثال على ذلك، فإن البشر غالباً ما يفتِّشون عن حالاتٍ مماثلة لتلك التي تواجههم حالياً، بحثاً عن نمط أو وجه شبه في الظروف التي مروا بها سابقاً بما يساعدهم على فهم أفضل السبل للتعامل مع الوضع الحالي. وفي بعض الأحيان، تُستخدم عبارة اللجوء إلى الفطرة أو المنطق السليم للتعبير عن هذا، على الرغم من أن هذه الفكرة بعيدة كل البعد عن الوضوح الذي نتمناه.

فيما يأتي بعضٌ من أهم خصائص القرارات:

- تميل التفضيلات الفردية إلى أن تكون متعدِّدةَ الأبعاد، وقابلةً للتغيير، ولا تتشكَّل في أغلب الأوقات إلَّا في أثناء عملية اتخاذ القرار نفسها.
- يبدو أن الأفراد يتَّسمون بالتكيُّف. فطبيعة القرار والبيئة التي يُتَّخذ فيها تساهمان في اختيار عملية اتخاذ القرار أو التقنية المستخدمة لاتخاذه.
- يبحث الأفراد عن حلولٍ مُرضية، وليس عن حلولٍ مثالية.

يتضمَّن الجدول أدناه معلوماتٍ مفصَّلةً عن بعض نتائج أبحاث علم التمويل السلوكي في مجال صنع القرار.

مفاهيم أساسية	
استخدام المعلومات	• قد لا يأخذ الأفراد في حسبانهم جميعَ المعلومات ذات الصلة. • هذا قد يساعد في تفسير اعتماد المستثمرين على الأداء السابق وفشلهم في مراعاةِ المخاطر والعائد المتوقَّع من الاستثمار مراعاةً تامةً.
الجمود الاستثماري	• تبيّن بعض الدراسات أنه بمجرد أن يتَّخذ الأشخاصُ القراراتِ المتعلقةَ بتوزيع الأصول في محافظهم الاستثمارية، فإنهم يميلون إلى تركها على حالها. وبعد ذلك يصبح ذلك الوضع هو الوضع التلقائي للشخص. • يُستخدم مصطلح التحيُّز للوضع الراهن للإشارة إلى ميل الأشخاص إلى التمسُّك بخياراتهم السابقة، ولا سيَّما في الظروف التي تنطوي على كثيرٍ من التعقيد.
تحيُّز التمثيل	• عندما يضطر الفرد إلى اتِّخاذ قرارات في ظروف يسودها عدمُ اليقين وشحُّ المعلومات، فإنه يميل إلى رؤية أنماطٍ وأوجهِ تشابه مع سياقاتٍ وتجاربَ سابقة قد لا تكون مماثلة فعليًا.
الثقة المفرطة بالنفس	• تدفع الثقة المفرطة بالنفس كثيرًا من المستثمرين إلى المبالغة في تقدير قدراتهم على التوقُّع. • قد يستغرق الأشخاص وقتًا طويلًا لمراجعة تقييمهم السابق للأداء المستقبلي المتوقَّع لشركة، حتى وإن كان هناك دليلٌ ملحوظ على خطأ ذلك التقييم.
عقلية القطيع	• يظهر هذا السلوك عندما يميل المستثمرون إلى تقليد بعضهم بعضًا، بطريقة لا عقلانية نوعًا ما، وينجرُّون وراء سوق صاعدة يدفعها الحماس، ثم يجدون أنفسهم في "فقاعات" مبنيَّة على المضاربة وليس على حقائق.
الارتكاز على نقاط مرجعية	• يميل الناس إلى اتخاذ قراراتهم بالاستناد إلى نقاط مرجعية، غالبًا ما يختارونها بطريقة عشوائية. • فالأفراد ليسوا معنيين بما يملكون فقط؛ بل يقارنون ما يملكون حاليًّا بما امتلكوه سابقًا، وبما كان من الممكن أن يحصلوا عليه. • على سبيل المثال، يتأثَّر قرار المستثمر ببيع أسهمه بالسعر الذي دفعه لشرائها.
مغالطة المُقامِر	• يقصد بها الاعتقاد بأن هناك تسلسلًا واضحًا أو أنماطًا يمكن تمييزها عند تكرار مجموعة من الأحداث المستقلة إحصائيًّا في عملية عشوائية، مثل الدوران المتكرِّر لعجلة الروليت.
التحيُّز للمعلومات المتوفرة في الذهن	• يستند هذا التحيُّز إلى فكرة أنَّ أولَ ما يخطر في ذهنِ المرء عندما يُطلب منه النظرُ في مسألة أو الحكم على موضوعٍ معيَّن هو بلا ريب أمرٌ مهم ووثيق الصلة بالموضوع. • هذا يعني أن المستثمرين يميلون إلى إضفاء أهمية مفرطة على الحقائق والأدلة المحفورة في الذاكرة.

أثبتت الأبحاث أنَّ ميل الأفراد إلى الاعتماد على الاستدلال والحدس يزداد كلما ازداد الموقف تعقيدًا، أو عندما يكون الوقت ضيقًا، أو في الحالات المشحونة عاطفيًا. كذلك يميل الأفراد إلى الاعتماد على معلومات أقلّ عندما يكونون تحت الضغط.

١-٦-٢ نظرية التوقعات (Prospect Theory)

بحسب النظرية المالية التقليدية، يسعى الأفرادُ عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية إلى تحقيق أقصى منفعةٍ ممكنة، وذلك عبر إجراء تقييم شامل لمعرفة ما إذا كان الخيار الاستثماري مرغوبًا أم لا. أما نظرية التوقُّعات، فتستند إلى الفرضية القائلة إنَّ الأفرادَ يقيسون قيمةَ المكاسب والخسائر من زوايا مختلفة، ومن ثَم فإنهم يبنون قراراتهم على المكاسب المتوقَّعة وليس على الخسائر المتوقَّعة. فإذا قدَّمنا لأيِّ شخصٍ كان خيارين متساويين، وعبَّرنا عن أحدهما في صورة المكاسب المحتملة، وعن الآخر في صورة الخسائر المحتملة، فإنه سيختار الأول بينهما - حتى إذا كان الخياران يفضيان إلى النتيجة الاقتصادية نفسها في نهاية المطاف.

يرى عالما النفس دانييل كانيمان وآموس تفيرسكي في بحثهما "نظرية التوقعات"[١] أن السعر الذي يدفعه المستثمرون ثمناً لسهم معين له تأثير حاسم على سلوكهم لاحقاً (الميل للاحتفاظ بالاستثمارات الخاسرة والتخلص من الاستثمارات الرابحة أو ما يسمَّى بالإنجليزية disposition effect). وإلى جانب ذلك، غالباً ما تكون ردة فعل المستثمرين العاطفية تجاه الخسائر أكبر مقارنة بالأرباح ذات المقدار ذاته، إذ يشير كانيمان وتفيرسكي في بحثهما إلى أن ألم خسارة دولار واحد يعادل فرحة الحصول على ربح بقيمة ٢ - ٢,٥ دولار. لذلك، غالباً ما يبيع المستثمرون استثماراتهم المربحة بسرعة من أجل ضمان الحصول على المكاسب، ما يحدّ من سرعة استجابة أسعار الأسهم للأخبار السارة. والعكس صحيح بالنسبة للأخبار السيئة، حيث يتقاعس المستثمرون عن الاعتراف بالخسائر. وهذا يعني أن القيمة الحقيقية للسهم لا تتأثر سلباً بالسرعة التي تفترضها فرضية كفاءة السوق، الأمر الذي يؤدي إلى ظهور أثر للقوة الدافعة للسوق في خضم تلك العملية. وفيما يأتي بعض المفاهيم الرئيسة التي تتناولُها نظرِية التوقعات بالدراسة:

- **النفور من الخسارة** - تبيِّن الأبحاث التي تناولت التمويل السلوكي أنّ اتجاهات المستثمرين إزاء المخاطرة غير متسقة، حيث يتصرف الأفراد بحذر عندما يتعلق الأمر بضمان الأرباح التي حققوها، لكنهم يتردّدون في الاعتراف بالخسائر.
- **كُره (تجنّب الشعور) بالندم** - هذا ينبع من الرغبة في تجنّب الشعور بألم النّدَم الناجِم عن قرار الاستثمار الخاطئ. ويمكن لهذا السلوك أن يشجع المستثمرين على الاحتفاظ بأسهمٍ ذات أداءٍ ضعيفٍ، لأنّ تجنُّب بيعها يجنِّبهم أيضاً ضرورة الاعتراف بحقيقة أنهم اتخذوا قرار استثمار خاطئاً. وقد تدفع الرغبة في تجنّب الندم أيضاً إلى التحيّز في القرارات الاستثمارية الجديدة، لأن الناس غالباً ما يكونون أقل استعداداً لاستثمار مبالغ مالية جديدة في أسواق أو استثمارات حقّقت أداءً ضعيفاً في الماضي القريب.
- **التصنيف الذهني للأصول** - لقد تحدّى التمويل السلوكي الافتراض الاقتصادي القياسي القائل إنّ الأفراد يتعاملون مع فئات الدخل والثروة على قدم المساواة. ويمكن أن يعني ذلك على سبيل المثال أنّ الأفراد يفضِّلون استثمارَ معاشات التقاعد الخاصّة بهم في استثمارات مضمونة إلى أقصى حدٍّ ممكنٍ، في حين قد يكونون أشدّ رغبة في الحصول على عوائد أعلى فيما يتعلق بمساهمات ربّ عملهم في الصندوق أو الإعفاء من الضرائب الحكوميّة.
- **التداول بناء على المعلومات الصحيحة وتداول الضجيج** - وفقاً لنظرية المحفظة الاستثمارية، يتمثّل السبيل الصحيح لنجاح المستثمر في "الاستثمار بناء على المعلومات" حيث يُعدّ امتلاك مَعلومات عالية الجُودة السرّ وراء إستراتيجية الاستثمار المُربحة. و"الضجيج" هو عكسُ المعلومات (أي التداول على أساس بيانات غير دقيقة)، لذا فإن الأفراد الذين يتُاجرون بناءً على الضجيج يصنعون قرارات التداول من دون استخدام بيانات دقيقة، بل يبنون قراراتهم على أساس الاتجاهات العامة السائدة والعواطف والمفارقات والزخم في السوق. وحيث أن التجّار الذين يعتمدون على الضجيج، بالتعريف، لا يقومون بالتداول بناءً على المعلومات الأساسيّة الصحيحة، فإنهم- حسب النظرية- أكثر عرضةً للشراء بسعرٍ مرتفعٍ والبيع عند سعرٍ منخفض.

١ Kahneman, D. and Tversky, A., 2013. Prospect theory: An analysis of decision under risk. In the Handbook of the fundamentals of financial decision making: Part I (pp. 99-127). https://doi.org/10.1142/9789814417358_0006

٢- إستراتيجيات الاستثمار

٢-١ إستراتيجيات الاستثمار في الأسهم

هدف التعلّم

٦-٣-١ فهم الإستراتيجيات الرئيسة للاستثمار في الأسهم: الإدارة النشِطة/السلبيّة/المختلطة (المركز-التوابع)؛ التحليل التصاعدي والتحليل التنازلي

تقديراً لأهمية التنويع وفي ظل الحاجة إلى مراعاة أهداف العميل، من المستبعد أن يُلبّي صندوق استثماري واحد أو ورقة ماليّة واحدة متطلّبات العميل بأسرها. وبالتالي، يحتاج مدراء الاستثمار إلى صنع قرار بشأن المقاربة التي سوف يتبنونها عند التعامُل مع مهمّة اختيار الاستثمارات المناسبة لإدراجها في محفظة العميل.

عند اختيار إستراتيجيّة الاستثمار المعتمدة، يجب أولاً تحديد ما إذا كان تحقيق الأهداف سيتمّ باستخدام إدارة الاستثمار السلبية أو النشِطة.

٣

٢-١-١ الإدارة السلبية للاستثمار

تُستخدَم الإدارة السلبية في صناديق الاستثمار المشترك التي توصَف بأنّها صناديق تحاكي المؤشّرات. إنّ محاكاة الصندوق للمؤشّر (indexation) تتطلّب بناء محفظة تقوم بتتبع أو محاكاة أداء مؤشّر معروف من مؤشرات الأسهم.

وتقوم محاكاة المؤشرات على افتراضٍ مفاده أن أسواق الأوراق الماليّة مسعَّرة بكفاءة، وبالتالي لا يمكن التفوُّق على أدائها بصورة متّسقة. وبالتالي، لا يبذل مدير الصندوق أي جهد للتنبّؤ بالتغيرات المستقبليّة أو التفوّق على السوق.

نشأت تقنيات محاكاة المؤشرات في الولايات المتّحدة في سبعينيات القرن العشرين، لكنها باتت منذ ذلك الحين شائعة في أرجاء العالم كافّة. وتستند المحفظة الاستثمارية التي تحاكي المؤشر عادةً إلى مؤشّر مرجّح بـ **القيمة السوقية** وطرق المحاكاة المادية وتُوظّف إحدى طرق المحاكاة الثلاث المعمول بها الآتية:

١. **المحاكاة الكاملة (Full Replication)** - في هذا الأسلوب تُبنى المحفظة الاستثمارية بحيث تعكس كلّ مكوّن من مكوّنات المؤشّر وفقاً لوزنه في المؤشّر. على الرغم من أن المحاكاة الكاملة تُعَدّ دقيقةً، إلا أنّها في الوقت ذاته الأعلى كلفةً بين الطرق الثلاث، ولذلك فإنها لا تناسب سوى المحافظ الاستثماريّة الكبيرة.
٢. **المحاكاة باستخدام العيّنة القطاعيّة (Stratified Sampling)** - وتتطلّب طريقة المحاكاة هذه اختيار عيّنة تمثِيليّة من الأوراق المَاليّة في كُلّ قطاع من قطاعات المؤشر الذي سيتم تتبّعه. على الرغم من أن طريقة المحاكاة هذه أقل تكلفةً، إلا أن الافتقار إلى التحليل الإحصائي يجعلها غير موضوعيّة وقد يُشجِّع على التحيّز تجاه تلك الأسهم التي يتوقَّع أن تحقق أداء متميزاً في المستقبل.
٣. **إستراتيجية تحقيق الحدّ الأمثل (Optimisation)** - تُعَدّ هذه الإستراتيجية أقلّ كلفةً، وإن كانت أكثر تعقيداً من الناحية الإحصائيّة، لتتبُّع المؤشّر بدلاً من محاكاة مكوّناته كاملة. وتستخدم إستراتيجية تحقيق الحدّ الأمثل تقنيّة نَمذَجة حاسوبيّة متطوّرة للعثور على عيّنة تمثيليّة لتلك الأوراق الماليّة التي تحاكي الخصائص العامة للمؤشر الذي تجري محاكاته.

ويكمن البديل في استخدام المحاكاة التركيبية. ويتضمن ذلك دخول مزودي صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة في اتفاقيات مقايضة مع طرف واحد أو أطراف متعددة. وعمومًا يخفِّض استخدام المحاكاة التركيبية التكاليف وأخطاء محاكاة المؤشر، ولكنه يزيد احتمال التعرض لمخاطر الطرف النظير. وبالنسبة إلى الأسواق التي لا يمكن الوصول إليها بسهولة، يكون لهياكل المقايضة ميزات أكبر على المحاكاة التركيبية.

فالميزة الرئيسة للمحاكاة المادية تكمن في بساطتها لكنها بالمقابل تأتي على احتساب إمكانية الوقوع في أخطاء محاكاة أكبر وارتفاع نسبة النفقات الإجمالية - يُنظر الفصل ٤، القسم ١-٢-١. أما الميزة الرئيسة للمحاكاة التركيبية فتتمثّل في انخفاض إمكانية الوقوع في أخطاء المحاكاة وانخفاض التكاليف، لكنّها من ناحية أخرى تنطوي على مخاطر الطرف النظير.

تبرز مزايا استخدام محاكاة المؤشرات فيما يأتي:

- ينجح عدد قليل نسبياً من مدراء المحافظ الذين يستخدمون إستراتيجية الإدارة النشطة في التفوق باستمرار على مؤشّرات الأسهم البارزة.
- بعد بناء المحافظ الاستثمارية التي تدار بإستراتيجية الإدارة السلبية، تصبح تكلفة تشغيل هذه المحافظ عموماً أقلّ من تكلفة تشغيل المحافظ التي تدار بالإستراتيجية النشِطَة، نظراً لانخفاض نسبة العاملين إلى حجم الأصول المدارة وانخفاض معدّل دوران المحفظة.

أما عيوب ربط المحافظ الاستثمارية بالمؤشرات، فيمكن تلخيصها على النحو الآتي:

- يتأثّر الأداء بالحاجة إلى إدارة التدفّقات النقدية وإعادة التوازن للمحفظة لمحاكاة التغيّرات في أوزان مكوّنات المؤشّر ولتسوية المحفظة للانسجام مع التعديلات التي تطرأ على المؤشر.
- تفترض معظم المؤشّرات أن توزيعات أرباح الأسهم المُكوِّنة للصندوق يعاد استثمارها في **التاريخ الذي يكون فيه السهم بدون توزيعات أرباحه (ex-dividend date XD)**، في حين لا تتوفر للصندوق المدار بالإستراتيجية السلبية إمكانية استثمار توزيعات أرباح الأسهم إلّا بعد استلامها، أي بعد ستة أسابيع عادةً من تاريخ الإعلان عن بدء تداول السهم من دون توزيعات أرباحه.
- لا تستطيع المحافظ التي تحاكي المؤشرات تحقيق أهداف المستثمرين جميعها.
- تتبع المحافظ التي تحاكي المؤشرات المؤشر الهابط في الأسواق الهابطة.

٢-١-٢ الإدارة النشِطة للاستثمار

على النقيض من الإدارة السلبية للمحافظ الاستثمارية، تسعى الإدارة النشِطة إلى التفوّق على معيار مرجعي محدد سَلَفاً على مدى مدة زمنيّة محدّدة، وذلك بواسطة توظيف تقنيات التحليل الأساسي والفني (راجع الفصل ٥، القسم ٦) لمساعدة المدير في التّنبؤ بالأحداث المستقبليّة وتوقيت عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها.

يمكن إنشاء المحافظ المالية التي تُدار بإستراتيجية الإدارة النشطة (الفاعلة) إما على أساس تنازلي (من العام إلى الخاص) أو تصاعدي (من الخاص إلى العام).

إستراتيجية التحليل التنازلي

تنطوي إستراتيجية التحليل التنازلي في الإدارة الفاعلة للاستثمار على ثلاث مراحل:

١. توزيع الأصول في المحفظة

يحدُث توزيع (تخصيص) الأصول نتيجةً لأنّ مدراء المحافظ الّذين يتبنّون إستراتيجية التحليل التنازلي يدرسون الصورة الكبيرة أو الشاملة أولاً، وذلك عن طريق تقييم آفاق المستقبل لُكلٍّ من فئات الأصول الرئيسة ضمن كل من الأقاليم الاستثمارية الرئيسة في العالم على خلفية البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية العالمية. عادةً ما يُحدّد ذلك داخل منظّمات إدارة المحافظ الأكبر حجماً بصورة شهرية من قبل لجنة تدعى لجنة توزيع الأصول. تستند اللّجنة إلى التنبؤات بالمخاطر والعوائد لكل فئة من فئات الأصول والعلاقات المتبادلة بين هذه العوائد.

وفي هذه المرحلة تحديداً من عملية التحليل التنازلي، يستخدم المحلّل غالباً نماذج التحليل الكميّ، بالتزامن مع أدوات التحليل الأساسي التقليدية، لمساعدته في تحديد أي المناطق الجغرافية وفئات الأصول هي الأكثر احتمالاً أن تولّد العوائد الأفضل في ضوء المخاطر المحتملة، مع مراعاة التفويض الممنوح له من قبل العميل مراعاة تامة.

تُتّخذ معظم قرارات توزيع الأصول، سواءً لمحافظ المؤسّسات أو الأفراد، بالرجوع إلى متوسط توزيع الأصول في المحافظ النظيرة. ويُعرف هذا باسم "توزيع الأصول بالتوافق"، ويهدف إلى الحدّ من مخاطر تحقيق أداء أضعف من أداء المحافظ النظيرة. عند اتخاذ القرار المتعلق بما إذا كان ينبغي زيادة نسبة فئات الأصول والأسواق بين مكوّنات المحفظة أو تقليصها وإلى أي درجة يريد تعديلها، يُحدّد معظم مدراء المحافظ ما يُعرف باسم معايير خطأ المحاكاة (أو معايير الانحراف المعياري للعائد) وذلك استناداً إلى متوسط توزيع الأصول في المحافظ النظيرة.

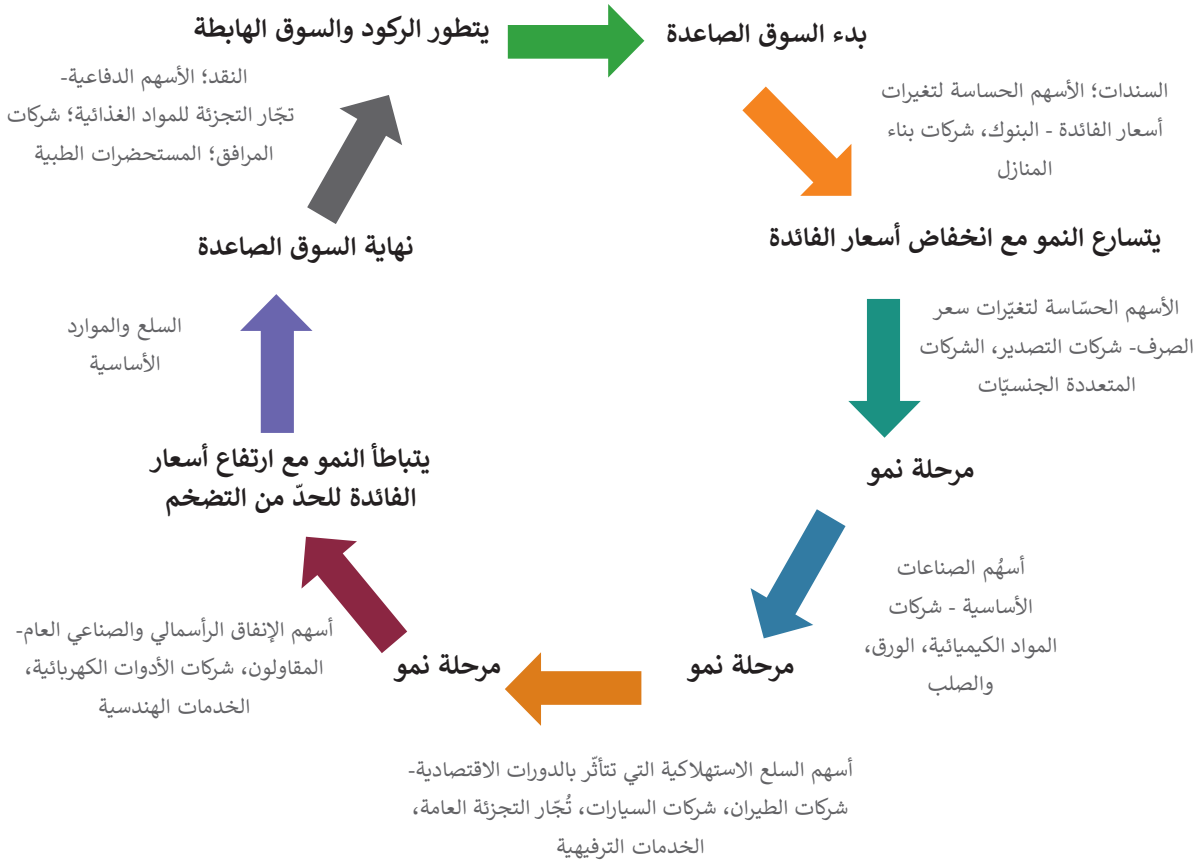
أخيرًا، لا بُدّ من اتّخاذ قرارٍ بشأن ما إذا كان ينبغي التحوّط ضد مخاطر السوق أو مخاطر تغيّر سعر الصرف أو كليهما.

في عام ٢٠٠٠، خلص خبيرا التمويل المشهوران روجر إيبوتسون وبول كابلان[٢] إلى أن توزيع الأصول يشكل أكثر من ٩٠٪ من تذبذبات العائدات النموذجية لصندوق استثماري على المدى الطويل. وفي حين يتم الاستشهاد بنتائجهما على نطاق واسع، يرى آخرون أن هذه أسطورة على أساس أن ظروف السوق ومهارة المدير تؤثر أيضًا بشكل كبير في العائدات. في الواقع، فإن الإجابة ليست مباشرة كما تشير دراسة إيبوتسون وكابلان. وهذا مجال لا يزال يثير الجدل ويدفع إلى إجراء أبحاث مستمرة.

٢. اختيار القطاعات

بمجرد اتّخاذ القرار بشأن توزيع الأصول، يجب على المدير الذي يستخدم التحليل التنازلي دراسة الآفاق المستقبلية للقطاعات في أسواق الأسهم المفضّلة لديه. يتمّ عادةً اتخاذ قرارات اختيار القطاع في أسواق الأسهم بالرجوع إلى وزن كل قطاع ضمن المؤشر الذي يتمُّ على أساسه تقييم أداء السوق. لكن في ظلّ العلاقة المتداخلة والمتينة بين الاقتصاد والاستثمار، تتأثّر عملية اختيار القطاع أيضاً بشدّة بالعوامل الاقتصادية، لا سيما موضع النظام الاقتصادي من الدورة الاقتصادية في الوقت الراهن.

ومخطط "ساعة الاستثمار" الموضح أدناه يصف العلاقة المُتداخِلة بين الدورة الاقتصادية والقطاعات المختلفة (يُلاحظ أن المخطط ليس مطلقًا ولكنه مؤقت، ولا يتبع هذا النمط دائمًا):



لكن هذا الرسم التمثيلي يفترض أن المدير يعرف بالضبط موقع النظام الاقتصادي في الدورة الاقتصادية ومدى قدرة كل قطاع في السوق على الحفاظ على موقعه منها.

وعلاوة على ذلك، لا تترك "ساعة الاستثمار" أيّ مجال للأحداث غير المتوقّعة التي قد تتسبّب بصورة مفاجئة، نتيجة تغيير في رغبة المستثمرين في المخاطرة، في العزوف عن الاستثمار في أسواق الأسهم والإقبال على أسواق السندات الحكومية، على سبيل المثال، أو قد تغيِّر المسار الذي تتبعه الدورة الاقتصادية. وأخيراً، تختلف كل دورة اقتصادية عن غيرها، وقد لا يكون سلوك المستثمرين في الدورة الحالية مُشابهاً لسلوكهم في الدورات السابقة.

٢ Ibbotson, R.G. and Kaplan, P.D., 2000. Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? Authors' Response. Financial Analysts Journal, 56(3), pp.16-19. https://doi.org/10.2469/faj.v56.n3.2356

٣. **اختيار الأسهم**

المرحلة النهائية من عملية التحليل التنازلي هي اتّخاذ القرار بشأن الأسهم التي سيجري اختيارها ضمن القطاعات المفضّلة. وعادةً ما يستخدم المحلّل مزيجاً من أدوات التحليل الأساسي والفني (راجع الفصل ٥، القسم ٦) للتوصّل إلى قرار نهائي.

ومن أجل التفوّق على معيارٍ مرجعي مُحدد سلفاً، وهو عادةً أحد مؤشّرات السوق، ينبغي أن يكون المدير الذي يستخدم إستراتيجية الإدارة النشِطة مستعداً لتوقّع عنصر من خطأ المحاكاة، المعروف أكثر باسم **مخاطر الإدارة النشِطة**، فيما يتعلّق بالمؤشر المعياري الذي يسعى للتفوّق عليه في الأداء. تنشأ مخاطر الإدارة النشِطة من امتلاك الأوراق المالية في المحفظة المدارة بفاعلية بنسبٍ مختلفة عن وزنها في المؤشر المعياري. وكلما ارتفع مستوى مخاطر الإدارة النشِطة، زادت فرصة التفوّق على المؤشر في الأداء، على الرغم من أنّ احتمال أن يكون الأداء أضعف من أداء المؤشر يزداد أيضاً.

تجدر الإشارة إلى أن إستراتيجية التحليل التنازلي في الإدارة النشطة، وكما يوحي اسمها، عمليّة مستمرّة وديناميكية. فمع تغيّر العوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، يتغيّر توزيع الأصول في المحفظة واختيار القطاعات والأسهم.

إستراتيجية التحليل التصاعدي

تركّز هذه الإستراتيجية من إستراتيجيات الإدارة النشِطة على الأسهم الفريدة والجذابة حصراً بين الأسهم الفردية. فالمدير الذي يطبّق هذه الإستراتيجية عند بناء المحفظة لا يُعير بالعموم أدنى اهتمام للمعايير المرجعيّة للمؤشّرات إلا من حين لآخر، وذلك لأغراض مُقارَنة الأداء.

على الرغم من أنّ مدير المحفظة يراعي صحة الاقتصاد العالمي وآفاقه المستقبلية، إلا أن هذه تُعَدّ أُموراً ثانوية أقل شأناً من عوامل أخرى مثل توافر فرصة الاستحواذ على شركة معيّنة أو ما إذا كانت إحدى الشركات على وشك إطلاق منتجٍ جديد مُبتكر. بمعنى آخر، يجري اختيار الأسهم على أساس معاييرها الخاصة تماماً.

تعتمد هذه الإستراتيجيات عادةً على أسلوب أو منهج مدير الصندوق الفردي أو فريق المديرين. ويعرَّف أسلوب إدارة الصندوق بأنّه مقاربة لاختيار الأسهم وإدارتها استناداً إلى مجموعة محدودة من المبادئ والطرائق. نتناول الأساليب الأكثر انتشارًا التي يتبناها المديرون النشطون في القسم ٣-١-٢، أدناه.

في الممارسة العملية، يطور المديرون النشطون الناجحون عادةً أساليبهم الشخصية على مدار سنوات، عادةً بالاستناد إلى أحد هذه الأساليب أو الآخر. ونتيجة لهذا، قد ينتهي بهم الأمر إلى تخصيص مبالغ كبيرة لبلدان أو قطاعات ضمن محافظهم الاستثمارية.

يتميز صندوق الاستثمار القائم فعلاً على التحليل التصاعدي بضخامة خطأ المحاكاة نتيجةً لتحمّل درجة عالية من مخاطر الإدارة النشِطة. ومن الناحية العملية، إن "القواعد الداخلية" لمجموعة شركة الإدارة عادةً ما تُقيّد المدى المسموح به لتركّز رأس المال على هذا المنوال، لكنّ مثل هذه المحافظ قد تكون أكثر تقلُّباً بكثير من تلك التي تُبنى باستخدام إستراتيجية التحليل التنازلي.

٣-١-٢ أساليب الاستثمار

توظّف الإدارة النشِطة للمحفظة، سواءً كانت تعتمد على التحليل التنازلي أو التحليل التصاعدي، واحدةً من عددٍ من إستراتيجيات الاستثمار المتمايزة عند محاولة التفوّق على أداء أحد المؤشرات. وفيما يأتي شرحٌ لبعض أنواعها الرئيسة.

استثمار القيمة

وهذا أقدم أسلوب معروف، ويقوم على فرضية أنه يمكن للتحليل العميق والدقيق جداً تحديد الشركات التي يقلّ سعرها في السوق عن قيمتها الجوهرية (أو صافي ثروتها) وبالتالي تبدو مستعدة للتعافي. وعادة ما تكون هذه الشركات شركات راسخة، وبالتالي فإنها غالبًا ما تحقق عائدات أرباح عالية؛ وعادة ما تكون دورية بطبيعتها. ويترتب على ذلك أن مديري صناديق "دخل الأسهم" أو صناديق "الدخل والنمو" غالبًا ما يتبنون هذا الأسلوب.

من خلال شراء هذه الأسهم بسعر أقل من القيمة والاحتفاظ بها لمدة زمنية طويلة في كثير من الأحيان، يمكن تحقيق عائد أعلى من متوسط السوق. بسبب "التذبذب نحو المتوسط" (الاعتقاد بأن الأوراق المالية الفردية تعود في النهاية إلى قيمة أساسية أو جوهرية).

توفر أسهم القيمة الحقيقية للمستثمر أيضًا هامش أمان كبير ضد هبوط سعر السهم بشكل أكبر، نظراً إلى ما تتميز به من ارتفاع إيرادات الأسهم والأرباح المستقرّة نسبيّاً.

استثمار النمو

يُعَدّ هذا الأسلوب من أساليب الاستثمار الطموح والجريء نسبياً.

يركّز استثمار النمو ببساطة في أشدِّ أشكاله شراسةً على تلك الشركات التي شهد سعر أسهمها اتّجاهاً صاعداً وما يزال ينمو باطّراد مع إقبال أعداد متزايدة من المستثمرين على انتهاجه. ويُشار إلى هذا النوع من الاستثمار بالاستثمار بالاتّجاه السائد.

لكن الأسهم ذات فرص النمو الحقيقية هي تلك التي تكون قادرة على تقديم منتج أو خدمة متميِّزةٍ عن المنتجات أو الخدمات التي يقدمها أقرانها في القطاع نفسه وذلك للحصول على ميزة تنافسية. ويؤدي هذا إلى القدرة على تحقيق نموٍ للأرباح ذي جودةٍ عاليةٍ وأعلى من المتوسط، حيث يمكن عزل هذه الأرباح عن دورة الأعمال. ويمكن أن تكون هذه الأسهم أيضاً تلك التي لم تكتسب مكانةً بارزةً في السوق بعد، لكن لديها القدرة على ذلك: يبحث المدراء الذين يستخدمون إستراتيجيات استثمار النمو بدأب عن فرصة استثمار تكون بمثابة شركة آبل أو تيسلا أخرى وتحقق النجاح الذي حققته.

ويكمن سرّ نجاح إستراتيجيات استثمار النمو في التنبؤ بدقّة بنسبة نمو الأرباح في المستقبل وتجنّب تلك الشركات التي تكون عرضةً لإصدار تحذيراتٍ بتناقص الأرباح. إنّ سهم النمو الذي تكون نسبة سعره إلى ربحيته عالية سيتدهور تدهوراً شديداً في السوق إذا فشل في تحقيق الأرباح المتوقَّعة.

استثمار النمو بسعر معقول

يسعى الاستثمار بسعر مقبول إلى الجمع بين مبادئ الاستثمار في النمو والاستثمار في القيمة. وبالتالي، فهو أسلوب استثماري أقل تنافسية حيث يتم تركيز الاهتمام على تلك الشركات التي يُنظر إليها على أنها تقدم إمكانات نمو للأرباح أعلى من المتوسط ويجب أخذها في الاعتبار تماماً عند تحديد سعر السهم.

تهدف هذه الإستراتيجية إلى العثور على شركات ذات مزايا مستدامة على المدى الطويل، من حيث امتيازها التجاري أو جودة إدارتها أو التكنولوجيا التي تستخدمها أو عوامل أخرى محدّدة. ويرى أنصار هذه الإستراتيجية أن من المجدي دفع سعر أعلى لشركةٍ ذات خصائص جودة عالية. ويستخدم هذا الأسلوب بصورة رئيسة المدراء الذين يديرون المحافظ إدارة نشطة بهدف تحقيق النمو.

الاستثمار بالاتجاه السائد (القوة الدافعة)

يركز استثمار النمو ببساطة، في أكثر حالاته تنافسية، على تلك الشركات التي كان سعر أسهمها في اتجاه تصاعدي ويواصل اكتساب القوة الدافعة مع انضمام عدد متزايد من المستثمرين إلى هذه الموجة السائدة. ويشار إلى هذا باسم استثمار القوة الدافعة (الاتجاه السائد).

يعتقد المستثمر بالاتجاه السائد أن الزيادات الهائلة في سعر الورقة المالية ستعقبها أرباح إضافية والعكس صحيح بالنسبة إلى القيم المتناقصة

الاستثمار بعكس الاتجاه السائد

تقوم هذه الإستراتيجية على المفهوم القائل إنّه من الممكن تحقيق عوائد مُرتفعة بالاستثمار بعكس الاتجاه السائد في السوق. علماً أنَّ تحديد النقطة التي وصل فيها الاتجاه السائد إلى مرحلة متطرفة من التفاؤل أو التشاؤم على النحو الصحيح مسألةٌ صعبة ومحفوفة بالمخاطر.

استثمار الدخل

يهدف استثمار الدخل إلى تحديد الشركات التي توفّر تدفقاً مستمراً من الدخل. قد يركّز استثمار الدخل على الشركات الناضجة التي وصلت إلى حجمٍ معيّن ولم تعُد قادرةً على الحفاظ على مستويات عاليةٍ من النمو. فبدلاً من الاحتفاظ بالأرباح لاستثمارها في النمو المستقبلي، تميل الشركات الناضجة إلى دفع الأرباح المُحتَجزة على شكل أرباح أسهم كوسيلةٍ لتوفير عائد لمساهميها. وتُعَدّ مستويات عوائد الأسهم المرتفعة ميزة بارزةً في بعض الصناعات مثل شركات المرافق الخدمية.

يتمثّل المبدأ الرئيس وراء هذه الإستراتيجية في تحديد الشركات الجيدة ذات أرباح الأسهم المرتفعة والمستدامة للحصول على تدفُّق مستمر ومستقر للدخل على المدى الطويل.

ولأنّ العوائد المرتفعة لا تعني المستثمرين إلا إذا كانت مستدامة، فإن على مستثمري الدخل أن يحللوا أيضاً المعلومات الأساسية للشركة للتأكُّد من أن نموذج الأعمال التجارية للشركة يمكنه الحفاظ على سياسة توزيع أرباح أسهم متزايدة.

التحليل الكمّي (Quant)

يقوم التحليل الكمي على استخدام النماذج الرياضية لتسعير المنتجات المشتقّة المعقّدة وإدارتها، والنماذج الإحصائية لتحديد أي الأسهم باهظة الثمن نسبياً وأيها زهيدة نسبياً. يهدف التحليل الكمّي إلى العثور على أوجه القصور في السوق واستغلالها باستخدام تكنولوجيا الحاسب لتنفيذ الصفقات بسرعةٍ. وقد ينطوي استغلال سوء التسعير على فروق صغيرةٍ فقط، لذلك غالباً ما يلجأ المستثمرون إلى الرافعة المالية لزيادة العوائد.

يستخدم المستثمرون الذين يعتمدون على التحليل الكمّي منصات أنظمةٍ متخصّصة لتطوير النماذج المالية باستخدام حساب التفاضل والتكامل الإحصائي. تتّبع النماذج الكميّة مجموعةً محددةً من القواعد لتحديد توقيت عمليات التداول للاستفادة من أي فرص سانحة ناتجة عن سوء التسعير. وتُعَدّ سرعة تنفيذ كلّ صفقة أمراً مهماً جدًا أيضاً للمستثمرين الذين يستخدمون المنصات الإلكترونية والنظم القائمة على التحليل الكمّي.

تشكّل الصناديق التي تُدار بالاعتماد على التحليل الكمّي نسبةً كبيرةً من صناديق التحوّط، وقد حفَّز نموّ إستراتيجيات الاستثمار الأكثر تطوراً المستثمرين على تبنّي إستراتيجية التحليل الكمّي. لكن نمو الصناديق التي تعتمد على التحليل الكمّي معناه أن النماذج المُستخدَمة من قبل العديد من الصناديق تقوم بتوجيه الأموال إلى المراكز الاستثمارية نفسها.

العائد المطلق

تسعى إستراتيجية العائد المُطلق، التي بدأ استخدامها بوصفها إحدى إستراتيجيات صناديق التحوّط المبتكرة، إلى تحقِيق عوائد إيجابية في ظروف السوق المختلفة، وذلك باستخدام مجموعة كبيرة من التّقنيات، بما في ذلك البيع على المكشوف والعقود المستقبلية و**عقود الخيارات** والمشتقّات الأخرى إلى جانب المراجحة والرافعة المالية والأصول غير التقليدية.

ويعود الفضل إلى ألفريد وينسلو جونز Alfred Winslow Jones في تشكيل أول صندوق من صناديق العائد المُطلق في نيويورك في عام ١٩٤٩. وفي السنوات الأخيرة، ازداد استخدام مقاربة العائد المُطلق على نحو كبير مع نمو صناديق التحوّط، ومؤخراً مع إطلاق صناديق العائد المُطلق المُرخّصة التي تتوافر للمستثمرين الأفراد. تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق عوائد مُطلقة على مدى أفق زمني مُعلَن يختلف من صندوق إلى آخر، على الرغم من الأفق الزمني الاعتيادي بمدة ١٢ شهراً تتجدد بانتظام.

تجدر الإشارة إلى أنه في حين تتمتع صناديق العائد المطلق بإمكانية التفوق على صناديق الأسهم التقليدية خلال فترات انخفاض السوق، فمن غير المرجح أن تواكب هذه الصناديق أداء صناديق الأسهم التقليدية خلال ارتفاع السوق، إذ يمكن أن تعمل مراكزها القصيرة والتحوطية على إضعاف الأداء.

الاستثمار المركزي مقابل اللامركزي

يطوّر العديد من مدراء الاستثمار أساليبهم الخاصة. وعند تقييم الأسلوب الذي يتبعه المدير، من المهم أيضاً أن نفهم ما إذا كان المدير يعمل ضمن القيود "المعمول بها في الشركة" أم أن له كامل الحرّية في اتباع قناعاته الخاصة.

ويوصفُ ذلك بأن مقاربته إما مركزية أو لامركزية:

- **المنهجيّة المركزية** - تُقرّر الشركة بأنها ستتبنى سياسة للاستثمار مُتّفقاً عليها ويلتزم كل من المدراء باتّباعها.
- **المنهجيّة اللّامركزية** - تعطي الشركة للمدراء فيها حرّية التصرف ضمن القيود العامّة.

يمكن للنهج المُعتمد أن يكون مُهمّاً في كثيرٍ من الأحيان في تحليل الصندوق الاستثماري. وغالباً ما تكون لمجموعات الصناديق الكبيرة بنيةٌ تحتيّة منظماتية يمكن أن تدعم الأبحاث الواسعة النطاق ومن المرجّح أن تتضمن العديد من الأشخاص المشاركين في إدارة الصندوق، بحيث لا يؤثّر رحيل شخصٍ واحدٍ بالضرورة تأثيراً كبيراً على الأداء.

على النقيض من ذلك، قد يسمح الصندوق الأصغر حجماً لمدير الصندوق الموهوب بإظهار مهاراته وتحقيق عوائد استثنائية بدون البيروقراطية والمَعوُقات التي قد توجد في المُنظّمات الأكبر حجماً. وقد أُعدّت الكثير من عمليّات إدارة الصناديق الصغيرة بحيث تتمكّن من استغلال هذه الميزة. لكن يمكن أن تكون هذه الأنواع من الصناديق عرضة للمخاطر بسبب اعتمادها على فردٍ واحدٍ رئيس. ومن الضروري تحقيق التوازن بين إمكانية تحقيق عوائد استثمارية متفوّقة وبين غياب الدعم المنظماتي وأثره المحتمل على اتّساق العوائد واستقرارها.

٢-١-٤ الجمع بين الإدارة النشطة والسلبية

بعد أن تطرّقنا إلى دراسة الإدارة النشِطة والسلبيّة على حدٍّ سواء، ينبغي التنويه إلى أن إستراتيجيات الاستثمار النشطة والسلبية ليست مستقلة ومنفصلة عن بعضها بعضاً.

يمكن الجمع بين الصناديق التي تحاكي المؤشرات والصناديق المُدارة بفاعلية في ما يُعرَف بإستراتيجية الإدارة المختلطة أو المركز-التوابع (core-satellite management). ويتحقّق ذلك بواسطة ربط نسبة تتراوح بين ٧٠٪ إلى ٨٠٪ من قيمة المحفظة بأحد المؤشرات، وذلك للتقليل من مخاطر تدنّي الأداء عن المستوى المتوقع ('core')، ثمّ صقل ذلك بواسطة استثمار النسبة الباقية في عددٍ من الصناديق المتخصصة المُدارة بنشاط أو الأوراق المالية الفردية (التوابع).

كما يمكن أن يدار المركز هنا على أساس محاكاة المؤشر المعزَّزة، حيث تُستَخدَم تقنيّات إدارة الاستثمار المتخصّصة لإضافة القيمة. وتشمل هذه التقنيات إقراض الأسهم والتنبؤ بالتعديلات على مكوّنات المؤشّر الذي تجري محاكاته.

بالإضافة إلى ذلك، يمكن الجمع بين محاكاة المؤشر والإدارة النشِطة ضمن الصناديق المائلة عن المؤشرات. فبدلاً من امتلاك كل مكوّن من مكوّنات المؤشّر بنسبة تعادل تماماً وزن هذا المكوّن في المؤشّر، يزيد المدير وزن كلّ منها أو ينقصه بصورةٍ هامشيةٍ استناداً إلى المؤشّر على أساس التوقعات المُتصوّرة.

٢-١-٥ صناديق بيتا الذكية

تساعد الصناديق التقليدية ذات الإدارة النشطة والسلبية المستثمرين على تحقيق أهدافهم الاستثمارية، لكنّ البديل الأحدث يهدف إلى الجمع بين مزايا كلتا المنهجيّتين في منتج واحد. ويُطلق على هذا البديل عدة تسميات منها: صناديق بيتا الذكية، بيتا الإستراتيجية، محاكاة الصناديق للمؤشرات المرجّحة بالعوامل الأساسية (fundamental indexing)، استثمار العوامل (factor investing)، وغيرها.

يكمن الفارق الرئيس بين صناديق بيتا الذكية وصناديق المؤشرات التقليدية في أنّ صناديق بيتا الذكية لا تتعقّب مؤشراً مرجّحاً بالقيمة السوقية مثل مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ (S&P 500)، لكنها تحاكي بدلاً من ذلك أحد المؤشرات، وذلك بالاستناد إلى مجموعة من العوامل الأساسية التي يمكن أن تتفاوت بين عوامل الاقتصاد الكلي مثل النمو الاقتصادي وصولاً إلى عوامل أنماط الاستثمار. ويتضمَّن الجدول أدناه أمثلة على العوامل المختلفة.

عوامل الاقتصاد الكلي	تشمل عوامل الاقتصاد الكلي المخاطر الواسعة النطاق التي تنطوي عليها مختلف فئات الأصول ما يأتي: • النمو الاقتصادي • أسعار الفائدة الفعلية • التضخم • الائتمان • الأسواق الناشئة • السيولة
عوامل أنماط الاستثمار	تشمل عوامل أنماط الاستثمار المخاطر والعوائد التي تنطوي عليها مختلف فئات الأصول ما يأتي: • الحد الأدنى لتقلّب الأسعار • الزخم • القيمة • الجودة • الحجم

عادةً ما تنجم العوامل الفردية عن ظاهرة الأسواق المختلفة، وبالتالي تميل إلى أن تحقق عوائدها في بيئات الأسواق والدورات الاقتصادية المختلفة. وعادةً ما تستهدف صناديق بيتا الذكية أكثر من عامل واحد من أجل توفير الفرص سعياً وراء تحقيق عوائد أكبر أو الحدّ من المخاطر أو تعزيز التنويع الاستثماري.

وبتحويل مخاطر الاستثمار بشكل منهجي نحو العوامل الكامنة في إطار مؤشر ما، تجمع إستراتيجيات بيتا الذكية بين خصائص الاستثمار بكلّ من إستراتيجيّة الإدارة النشطة (أو الفاعلة) والسلبية (أو غير فاعلة). فتُعتبر نشطة من حيث قدرتها المحتملة على تعزيز العوائد والحدّ من المخاطر من خلال الانكشاف على المحفّزات المؤكدة لتحقيق العوائد. كما أنها في الوقت نفسه تتشابه مع إستراتيجيات الإدارة السلبية التقليدية من حيث طريقة تنفيذها الشفافة والمنهجية والقائمة على القواعد.

يتعيّن على الأشخاص الذين ينظرون في الاستثمار في هذه الأنواع من الصناديق فهم عملية بناء المؤشر التي تشكّل الأساس الذي يرتكز عليه صندوق ما، حيث أن الصناديق المماثلة على ما يبدو قد تحدث نتائج مختلفة.

٢-١-٦ ألفا الذكية

تهدف ألفا الذكية إلى الاستفادة من أفضل أفكار الاستثمار لدى المستثمر، بغض النظر عن تحركات الأسواق. والطريقة التي تعمل بها ألفا الذكية تشبه إلى حد كبير بيتا الذكية، حيث ينشئ المستثمر مقياساً مرجعياً مخصصًا (فاعلًا) يتتبع أفضل أفكار الاستثمار لديه (منفعلاً). ومع ذلك، فإن الاختلاف الرئيس هو أن تعرّض المؤشر للسوق الأوسع (أي بيتا) يتم التحوط له، وبالتالي تمكين الإستراتيجية من التقاط ألفا نقية.

بالتالي، فإن إستراتيجية ألفا الذكية "محايدة حيال لسوق"؛ بمعنى آخر، لا تتحرك مع السوق الأوسع، بل تتبع بدلاً من ذلك أداء الأفكار الفردية للمستثمر.

٢-٢ الاستثمار الأخلاقي والمسؤول والمستدام

هدف التعلّم
٢-٣-٦ فهم الأهمية المحتملة للاعتبارات المتعلّقة بالحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات

في عالم اليوم، يهتم الكثير من الأفراد بالبيئة وممارسات الأعمال والقضايا الأخلاقية. ونتيجة لذلك، يريد الكثيرون أن يعكسوا قيمهم الشخصية في الاستثمارات التي يقومون بها، سواء كان ذلك يدعم الشركات المهتمّة بالبيئة، أو تجنّب تلك المعنية بأسهم التبغ والنفط أو استخدام أموالهم في الاستثمار المؤثر الذي يولد تأثيراً اجتماعياً وبيئياً إلى جانب العوائد المالية. قد يعارض مستثمرون آخرون الاستثمار في مجالات محددة من السوق لأسباب دينية، أو قد يضطرون إلى تجنب قطاعات أو صناعات أو أسهم معينة بسبب القيود المفروضة عليهم (على سبيل المثال، في سند رهن ائتماني).

يستخدم المستثمرون ومحترفو الثروات على حد سواء مصطلحي "الاستثمار الأخلاقي" و"الاستثمار البيئي والاجتماعي والحوكمة"، من بين عديد من المصطلحات الأخرى، بالتبادل في بعض الأحيان. وفي الممارسة العملية، كل منهما عبارة عن إستراتيجيات قائمة بذاتها، لذلك من المهم فهم الاختلافات بينهما (انظر القسم ٢-٢-٢).

في حين كانت المخاوف الأخلاقية والمسؤولة والمستدامة ذات أهمية كبيرة لكثيرين لعقود (إن لم يكن لقرون)، فقد ازداد الوعي بالقضايا البيئية والأخلاقية في السنوات الأخيرة. ويحرص عدد متزايد من المستثمرين بشكل خاص على استثمار أموالهم في الشركات التي تقدم مساهمة إيجابية للبيئة والمجتمع، مع تجنب الشركات التي تشارك في ممارسات غير أخلاقية أو التي لديها ممارسات اجتماعية وبيئية سلبية. في هذا القسم، سننظر في موضوع حوكمة الشركات وثيق الصلة بهذا الأمر قبل النظر في المنهجيات المختلفة التي يمكن اتباعها للاستثمار الأخلاقي والمسؤول والمستدام.

٢-٢-١ حوكمة الشركات

يجب النظر إلى حوكمة الشركات من حيث القواعد التي توجّه أنشطة الشركة وتتحكّم بها. عند النظر في موضوع حوكمة الشركات، تتمثّل نقطة البداية الأساسية في أنّ الشركة هي كيان قانوني مستقل، ومنفصل عن حاملي الأسهم. وعلاوة على ذلك، تقع الإدارة اليومية للشركة على عاتق المديرين التنفيذيين للشركة. ويمكن أن تشمل حوكمة الشركات أيضاً كيفية تعاملها مع المساهمين وأصحاب المصلحة والموظفين والعملاء وتأثيرها على المجتمع والبيئة.

يكون المديرون التنفيذيون وأعضاء مجلس الإدارة الآخرون مسؤولين في النهاية أمام مساهمي الشركة عن الإجراءات التي يتخذونها خلال أداء وظيفتهم الإشرافية. لذلك، هناك حاجة إلى وضع آلية لضمان إدارة الشركات بما يحقق أفضل المصالح طويلة الأجل لمساهميها. تُعرف هذه الآلية باسم حوكمة الشركات. تختلف الآليات التي يمارس أصحاب المصلحة من خلالها حقوقهم لضمان حوكمة فعّالة للشركات من بلد إلى آخر ولكنّها تشمل سلسلة من القوانين والواجبات القانونية واللوائح التنظيمية والمدوّنات القانونية، تم تصميمها كلّها من أجل تحديد أدوار أعضاء مجلس الإدارة والمديرين ومسؤولياتهم، وتوفير الإشراف على أنشطتهم مع الحرص على الإفصاح المناسب عن الأنشطة التي يقومون بها للمساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين. يمكن تصنيف أنواع الآليات المتاحة تحت عنوانين: الآليات الداخلية في الشركة والتقييم الخارجي لفاعلية تلك الضوابط.

آليات حوكمة الشركات	
تشمل الأمثلة على الآليات الداخلية:	تشمل الأمثلة على الآليات الخارجية:
• مجلس إدارة مستقل يراقب أنشطة المسؤولين التنفيذيين للشركة عند ممارسة واجباتهم • فصل المسؤوليات بين رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي • تعيين أعضاء مجلس إدارة غير تنفيذيين مستقلين • إنشاء لجان متخصصة، مثل لجان التدقيق والمخاطر، لإجراء تقييم مستقل للمخاطر والإشراف عليها وإعداد التقارير	• الواجبات القانونية المفروضة على أعضاء مجلس الإدارة • قواعد الإدراج في البورصات الواجب الالتزام بها • الإبلاغ عن الأداء المالي • التدقيق المستقل للبيانات المالية وغيرها

إنّ أهمية الحوكمة الرشيدة للشركات مُعترف بها دولياً، وقد أدّت إلى تطوير مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) في مجال حوكمة الشركات. لقد أصبحت هذه المبادئ أشبه بمعيار دولي؛ وقد صنّف مجلس الاستقرار المالي، تحت اسمه السابق منتدى الاستقرار المالي، هذه المبادئ باعتبارها واحدة من ١٢ معياراً رئيساً للأنظمة المالية السليمة. تم تصميم المبادئ لدعم تطوير إطار قانوني وتنظيمي قوي، وتوفير التوجيه والاقتراحات للبورصات، والمستثمرين، والشركات، والأطراف الأخرى التي لها دور في عملية تطوير الحوكمة الرشيدة للشركات.

تغطي مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) في مجال حوكمة الشركات ستة مجالات رئيسة:

١. ضمان الأساس لإطار حوكمة فعّال.
٢. حقوق المساهمين ووظائف الملكية الرئيسة.
٣. المعاملة المتكافئة للمساهمين.
٤. دور أصحاب المصالح.
٥. الإفصاح والشفافية.
٦. مسؤوليات مجلس الإدارة.

حوكمة الشركات معنية بإنشاء قيمة للمساهمين من خلال الإفصاح الشفاف عن أنشطة الشركة لمساهميها، ومساءلة أعضاء مجلس الإدارة والتواصل ثنائي الاتجاه بين مجلس الإدارة ومساهمي الشركة.

تعد الحوكمة الفعالة للشركة ذات أهمية كبيرة لمساهميها، حيث تؤثر كيفية إدارة الشركات بشكل جيد على ثقة السوق وكذلك أداء الشركة. إذا كانت الشركات تدار بشكل جيد، فهي ستزدهر بشكل عام، وهذا بدوره سيمكّنها من جذب المستثمرين الذين سيساعد دعمهم في تمويل نموّ أسرع. من ناحية أخرى، يمكن لحوكمة الشركات السيئة أن تؤدي إلى قيام المنظم أو أيّ هيئة أخرى بإجراء تحقيق بخصوص الشركة، الأمر الذي من شأنه أن يكون سلبياً بالنسبة إلى العلامة التجارية. ويمكن أن تضعف إمكانات الشركة، وفي أسوأ الأحوال، تمهد الطريق للصعوبات المالية وحتى الاحتيال.

٢-٢-٢ الأطر الأخلاقية والمسؤولة والمستدامة

توفر أطر الإفصاح العالمية إرشادات وآليات لإعداد التقارير موحدة تمكن الشركات من التواصل بشفافية حول أدائها الأخلاقي والمستدام والمسؤول. وهذا يساعد المستثمرين وأصحاب المصلحة والجمهور بشكل عام على اتخاذ قرارات مستنيرة بشأن التزام الشركة بالمسؤوليات الاجتماعية والبيئية، والتوافق مع أهداف الاستدامة العالمية. وتشمل بعض أمثلة أطر الإفصاح ما يلي:

- **معايير مبادرة إعداد التقارير العالمية (GRI)** – هي إرشادات لإعداد التقارير تغطي مجموعة من المواضيع بما في ذلك التنوع البيولوجي والنفايات والانبعاثات والضرائب. وعلى عكس أطر إعداد التقارير السابقة، فإن معايير مبادرة إعداد التقارير العالمية (GRI) لها بنية معيارية، وبالتالي يسهل تحديثها وتكييفها.
- **معايير مجلس معايير المحاسبة للاستدامة (SASB)** - هي معايير خاصة بالصناعة، على أساس أن قضايا المسؤولية والاستدامة التي من المرجح أن تؤثر في الأداء المالي ستختلف من صناعة إلى أخرى. على سبيل المثال، في ما يتعلق بالبيئة، تشكل انبعاثات الغازات المسببة للانحباس الحراري العالمي قضية رئيسة في صناعة النفط والغاز، وإدارة المياه في الزراعة، واستهلاك الطاقة في الصناعات؛ وينطبق الأمر نفسه على القضايا المجتمعية والحوكمة.
- **معايير مجلس معايير الاستدامة الدولية (ISSB)** - هي معايير إعداد التقارير المالية العالمية المتعلقة بالاستدامة. ويسري المعياران الأوليان للمجلس (IFRS S1 و S2) على فترات إعداد التقارير التي تبدأ في يناير ٢٠٢٤ أو بعده. ينطبق المعيار IFRS S1 عالميًا على الشركات في جميع القطاعات. المعيار الثاني أكثر تفصيلاً فيما يتعلق بموضوعات محددة، لا سيما التخفيف من آثار تغير المناخ والتكيف.
- **فرقة العمل المعنية بالإفصاحات المالية المتعلقة بالمناخ (TCFD)** – لديها ١١ توصية متعلقة بالإفصاح، تشمل أربعة عناصر أساسية: الحوكمة، والإستراتيجية، وإدارة المخاطر، والمقاييس والأهداف. وفي حين أن الأمر طوعي، فقد قامت بعض البلدان والمناطق بدمج المتطلبات المتوافقة مع فرقة العمل TCFD في القانون أو طالبت الامتثال الكامل لقانون الإفصاح المتعلق بإرشادات فرقة العمل TCFD. وبالتزامن مع إصدار تقرير الحالة لعام ٢٠٢٣، أوقفت فرقة العمل TCFD بمسؤولياتها وتم حلها؛ وتولت مؤسسة IFRS مراقبة تقدم الشركات في ما يتعلق بإفصاحاتها المتعلقة بالمناخ.

٣-٢-٢ منهجيات الاستثمار في الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات (ESG)

بعد تحديد أنواع المخاوف التي تحفز على تبني ممارسات أخلاقية ومسؤولة ومستدامة، يرغب المستثمرون في توظيف أموالهم في أغراض مفيدة. وهذا لا يعني تحقيق عائد على السوق فحسب، بل وأيضاً إفادة المجتمع (أو على الأقل عدم الإضرار به)، وهو الشعور المعروف باسم "القيام بعمل حسن مع القيام بعمل جيد".

هناك طريقتان شائعتان للفرز:

- **الفرز السلبي** – يستبعد عمداً الشركات التي تشارك في أنشطة "غير مرغوبة" (على سبيل المثال، "أسهم السلع الضارة")، على الرغم من أن القائمة امتدت على مر السنين لتشمل إزالة الغابات، وتجارة الفراء، وفرض أسعار فائدة مفرطة (ترتبط عادة بقروض يوم الدفع)، من بين أمور أخرى. بشكل عام، تميل عملية الفرز السلبي إلى تجنب عدد أكبر من الشركات بشكل صريح مقارنة بعملية الفحص الإيجابية (انظر أدناه).

  أحد التحديات التي قد تنشأ هو تحديد ما إذا كان يتوجّب استبعاد شركة ما إذا كان جزء من عملياتها (ولكن ليس كلّه) متورطًا في نشاط معين. ولمعالجة هذه المشكلة، قد يتم تطبيق مستويات الحد الأدنى (أي مستوى التعرض للنشاط المستبعد الذي يُعتبر مقبولاً) على حجم أعمال الشركة أو إيراداتها: فكلما انخفض المستوى، كان الاستبعاد أقوى.
- **الفرز الإيجابي** – نشأ من الفرز السلبي. ويسعى إلى دعم الشركات التي تقدم حلولاً إيجابية للتحديات مثل تغير المناخ والعدالة الاجتماعية. وفي حين أن هذا من شأنه أن يستبعد الشركات المشاركة في أنشطة تعتبر غير مقبولة، فهناك مجال للاستثمار في ما قد يعتبره بعض المستثمرين أعمالاً "أقل من الكمال" (على سبيل المثال، شركة ملابس تبيع الفراء)، طالما أنها تبذل جهوداً لتحسين ممارساتها (على سبيل المثال، الحفاظ على البيئة).

لزيادة تعقيد الأمور، تركز بعض الصناديق بشكل أقل على الاستثمار في أفضل المشغلين البيئيين و/أو الاجتماعيين في مجالها، وتركز بشكل أكبر على التعامل مع الشركات التي تستثمر فيها (ربما ذات السجلات السيئة نسبياً). وقد يدخل المساهمون - بصفتهم مالكين

جزئيين للشركة - في حوار مع الإدارة، لتشجيع التغيير السلوكي ومعالجة القضايا البيئية والاجتماعية والحوكمة الخطيرة، كبديل للتصويت. على سبيل المثال، الدخول في مناقشات مع منتج نفطي ضار بالبيئة، حول انبعاثات الكربون، هو أكثر أهمية ومغزى من رضا الموظفين. من المهم أن نتذكر أن التغيير يستغرق وقتًا والتزامًا. إن تحديد الأهداف والمعالم قصيرة الأجل، ومراقبة التقدم نحوها بانتظام، يمكن أن يساعد المنظمات على تحقيق أهدافها على المدى الأطول. ومع ذلك، يمكن النظر إلى مشاركة المساهمين كشكل من أشكال التضليل البيئي. وبالتالي، لكي تكون المشاركة فعالة، قد يحتاج المستثمرون إلى الاستعداد لسحب الاستثمارات إذا رفضت المنظمات الاستجابة بشكل مناسب.

على الرغم من أن الفرز السلبي والفرز الإيجابي وإشراك المساهمين قد تكون إستراتيجيات فعالة كل منها على حدة، إلا أنه من الممكن أيضاً دمجها لإنشاء إستراتيجيات استثمارية متنوعة. ومن هنا، من المهم أن ندرك أن صناديق الاستثمار قد تركز على قضايا مختلفة، وأن مديري صناديق الاستثمار يتبنون وجهات نظر مختلفة بشأن القضايا الأخلاقية والمسؤولة والمستدامة: فبعضها يغطي مجموعة واسعة من القضايا؛ وبعضها الآخر يتناول عدداً صغيراً منها. ويجمع عديد من هذه الصناديق القضايا معاً في موضوعات مثل "الاستدامة" أو "البيئة"، لأن هذه مجالات ذات أهمية واهتمام متزايدين لكل من الأفراد والمستثمرين؛ في حين يركز بعض ثالث على مسائل اجتماعية.

بغض النظر عن ذلك، فإن مصطلحات "الاستثمار الأخلاقي" و"الاجتماعي والبيئي والحوكمة" و"الاستثمار المستدام والمسؤول" و"الاستثمار التأثيري" (على سبيل المثال لا الحصر) تُستخدم أحيانًا بالتبادل من قبل المتخصصين الماليين والمستثمرين على حد سواء. وفي الممارسة العملية، كل منها يمثل إستراتيجية في حد ذاتها، وهناك اختلافات واضحة بينها.

البيئة والمجتمع والحوكمة (ESG)

تتضمن البيئة والمجتمع والحوكمة ثلاثة أبعاد رئيسة للاستثمار المسؤول والمستدام:

- **البعد البيئي** - وهذا يشمل المخاوف بشأن انبعاثات ثاني أكسيد الكربون، والتلوث، وتدهور الغابات والأراضي الحرجية، والصيد الجائر، والأساليب الزراعية المكثفة، من بين أمور أخرى.
- **العدالة الاجتماعية** - وهذا يتعلق بحقوق الإنسان (على سبيل المثال، استخدام العبودية الحديثة) وظروف العمل (على سبيل المثال، الدفع بأقل من الأجر المعيشي)، فضلاً عن الهياكل المؤسسية.
- **البعد الحوكمي (على مستوى الشركة)** - الشركات التي لديها ضوابط داخلية ضعيفة قد يكون لديها إدارة لا تتبع سياسات الشركة، ما يزيد من خطر السلوكيات غير المسؤولة والفساد.

الاستثمار المسؤول اجتماعيًا (SRI)

يشبه الاستثمار المسؤول اجتماعيًا الاستثمار البيئي والاجتماعي والحوكمة إلى حد كبير، إلا أن الاستثمار المسؤول اجتماعيًا يُدفع في المقام الأول بالقيم الفردية للمستثمرين وليس بإمكانيات الاستثمار. واليوم، تعدّ مشاركة المساهمين واحدة من أهم القضايا للاستثمار المسؤول اجتماعيًا (من بين أشكال أخرى من الاستثمار المسؤول والمستدام والأخلاقي)، حيث يمكن للمساهمين (كملّاك جزئيين للشركة) الدخول في حوار مع الإدارة لتشجيع التغيير السلوكي ومعالجة قضايا البيئة والمجتمع والحوكمة الخطيرة، كبديل للتصويت الشكلي على قرار المساهمين.

الاستثمار المؤثر

يشير هذا إلى الاستثمار في الشركات بهدف توليد تأثير إيجابي في البيئة أو المجتمع، إلى جانب العائد المالي. وهذا لا يعني أن المستثمرين المؤثرين لن يتوقعوا عائدًا ماليًا لائقًا، لكنهم على استعداد للنظر في التأثير الإيجابي أو المفيد لاستثماراتهم كجزء من "عائدهم" الإجمالي (أي أنهم يأخذون في الاعتبار الفوائد المالية وغير المالية).

الاستثمار المسؤول والمستدام

"الاستثمار المسؤول والمستدام" هو مصطلح جامع يمثل ثلاث إستراتيجيات استثمارية رئيسة: ESG، وSRI، والاستثمار المؤثر.

يأمل المستثمرون المسؤولون، من خلال دمج هذه العوامل في قراراتهم الاستثمارية، أن يديروا المخاطر بشكل أفضل ويولّدوا عوائد مستدامة وطويلة الأجل. بالمقارنة، يركز المستثمرون المستدامون على ممارسات تقدمية، ويدركون أن الشركات التي تحلّ أكبر التحديات التي يواجهها العالم يمكن أن تكون في أفضل وضع للنمو على المدى الطويل.

الاستثمار الأخلاقي

الاستثمار الأخلاقي هو ممارسة اختيار الاستثمارات على أساس المبادئ الأخلاقية أو المعنوية. وهذا ينطوي على تصفية الشركات غير الأخلاقية المتورطة في "أسهم السلع الضارة" (أي الكحول والتبغ والمقامرة والترفيه للبالغين وتصنيع الأسلحة). وقد ينطوي، في الوقت نفسه، على دعم الشركات الأخلاقية، التي تقدم مساهمة إيجابية من خلال منتجاتها وخدماتها.

الأعمال الخيرية

هذا شكل من أشكال الاستثمار يتجاوز الاستثمار المؤثر، حيث يتوقع أصحاب الأعمال الخيرية عدم الحصول على عائد مالي أو نقدي من "استثماراتهم" أو تبرعاتهم (أو حتى عدم استرداد حصتهم الأولية إذا قرروا التبرع بثرواتهم). من المهم أن يفهم المستشارون الدوافع الرئيسة للمانحين لدعم القضايا التي اختاروها، ومطابقة التبرعات مع تلك القضايا لتعظيم تأثير التبرعات.

مقاربات أخرى

مقاربات الاستثمار الأخرى هي كما يلي:

- **الأفضل في فئته** - تحديد أفضل المشغلين البيئيين والاجتماعيين داخل قطاع أو صناعات في الاقتصاد العالمي. أو بدلاً من ذلك، اختيار الشركات "الأقل سوءًا" داخل قطاع، أو تلك التي تعمل بنشاط على تحسين درجاتها البيئية والاجتماعية والحوكمية. يمكن لهذا الأمر يحفز هذا الشركات على "القيام بعمل أفضل"
- **الاستثمار الموضوعاتي** - تحديد الموضوعات والاتجاهات العالمية طويلة الأجل التي تعمل على تحويل العالم، وبالتالي الاستثمار في الشركات (بغض النظر عن الموقع) التي تقدم حلولاً لهذه القضايا (ملاحظة: اعتمادًا على الموضوع، يمكن استخدام هذا النوع خارج الاستثمار البيئي والاجتماعي والحوكمي).
- **التمويل الأخضر** – الاستثمار في الشركات التي تستمد معظم (إن لم يكن كل) إيراداتها وأرباحها من ممارسات الأعمال المفيدة للبيئة. وعادةً ما يشير التمويل الأخضر إلى الاستثمارات في المشاريع والأنشطة ذات الفوائد البيئية الواضحة والقابلة للقياس التي تتوافق مع المعايير البيئية المعمول بها، مثل تلك التي حددتها لائحة التصنيف في الاتحاد الأوروبي. وغالبًا ما يتم التعامل مع التمويل الأخضر كمرادف لمعايير الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية والاستثمار المسؤول اجتماعيًا، على الرغم من وجود اختلافات في نطاقهما (لا سيما في ما يتعلق بالقضايا الاجتماعية والحوكمة).
- **التمويل المناخي** – المشاريع التي تساعد على الحد من الانبعاثات (على سبيل المثال، الطاقة المتجددة)، وكذلك تلك التي تخفف من قابلية الأنظمة البشرية والبيئية للتأثر بالآثار السلبية (على سبيل المثال، البنية التحتية المستدامة) والحفاظ عليها وزيادة مرونتها. وفي حين أن تمويل المناخ متاح لجميع البلدان، فإنه يركز بشكل كبير على دعم المشاريع في البلدان النامية. ويستند هذا إلى الاعتراف بأن البلدان النامية أقل مساهمة في انبعاثات الغازات المسببة للانحباس الحراري العالمي مقارنة بالدول المتقدمة، ومع ذلك فهي أكثر عرضة لتأثيرات تغير المناخ.
- **التمويل الأزرق** - توفير التمويل للمشاريع التي تهدف إلى إدارة المحيطات والموارد البحرية بشكل مستدام (على سبيل المثال، منع التلوث البلاستيكي، ومصائد الأسماك المستدامة). في سبتمبر ٢٠٢٣، أصدرت جمعية أسواق رأس المال الدولية (ICMA) إرشادات طوعية بشأن السندات الزرقاء لتقديم إرشادات حول المكونات الرئيسة المشاركة في إطلاق سند أزرق ائتماني.
- **إمالة المحفظة الاستثمارية** – تحريك المحفظة الاستثمارية بعيدًا عن الصناعات/الشركات التي تستخدم كميات كبيرة من الكربون، نحو الصناعات منخفضة الكربون. وبشكل عام، تتميز المحفظة الاستثمارية بكثافة كربون منخفضة، مع السماح بتخصيصها لمجموعة واسعة من القطاعات و/أو الشركات للمساعدة في التنويع والأداء.
- **سحب الاستثمار في الطاقة الأحفورية** – قطع العلاقات مع الشركات التي تعمل في استخراج أو إنتاج الفحم أو النفط أو الغاز، أو بيع أسهمها أو رفض امتلاكها (أسهم أو سندات).
- **السحب - الاستثمار** – موازنة سحب الاستثمارات من شركات الوقود الأحفوري بالاستثمار في شركات الطاقة المتجددة، لاستخدام الأسواق المالية للمساعدة في تعزيز الانتقال إلى اقتصاد منخفض الكربون.

٤-٢-٢ أداء الاستثمار

آثار الأداء

بشكل عام، على المستثمرين أن يتذكروا أنه كلما زادت القيود التي يفرضونها على المحفظة الاستثمارية، زاد احتمال تقييد إمكان الأداء الجيد في الأمد القريب. وهذا ببساطة لأن عالم الاستثمار أصغر، مما يقلل الخيارات ، ويؤدي إلى محفظة استثمارية أقل تنوعًا.

مع ذلك، تدور المناقشات حول ما إذا كان دمج عوامل الاستثمار المسؤولة والمستدامة في عملية الاستثمار يساعد العائدات الإجمالية أو يعوقها. ويزعم أنصار المقاربات المسؤولة والمستدامة أحيانًا أن الأداء من الاستثمارات الفردية المختارة على هذه الأسس يميل، على المدى الطويل، إلى أن يكون أفضل من أداء بعض الشركات الأخرى؛ ويرجع هذا جزئيًا إلى ميلها إلى وجود معايير حوكمة داخلية قوية، تغذي ضوابط إدارية أفضل بشكل عام. في حين يزعم المنتقدون أن القيود الإضافية المفروضة على الشركة التي تمتثل للمعايير المسؤولة والمستدامة لا يمكن إلا أن تحد من قدرتها على اتخاذ القرارات بما يخدم المصالح المالية الفضلى لمساهميها، وبالتالي يجب أن يكون الأداء أقل.

على المدى الأبعد، تستطيع الشركات التي تحدد القضايا المسؤولة والمستدامة وتستغلها أن تحسّن من تأثيرها الاقتصادي، طالما كانت هذه القضايا ذات صلة بالعمل. وذلك لأن الشركات التي تعالج مثل هذه القضايا قادرة على تحديد المخاطر وإدارتها بفعالية، كما أن مواكبة متطلبات التنظيم والامتثال المتطورة يعني أنها قادرة على منع الإجراءات القانونية المكلفة والأضرار التي تلحق بالسمعة بسبب عدم الامتثال. بالإضافة إلى ذلك، فإن تبني القضايا المسؤولة والمستدامة يمكن أن يؤدي إلى الابتكار والكفاءة التشغيلية (على سبيل المثال، توفير التكاليف من خلال تقليل استهلاك الموارد)، والمساعدة في جذب واستبقاء أفضل المواهب (وبالتالي تعزيز الإنتاجية)، ومرونة سلسلة التوريد.

مؤشرات الاستثمار الأخلاقي والمسؤول والمستدام

بالإضافة إلى زيادة الوعي بقضايا المسؤولية والاستدامة بين مديري الأصول والشركات والمستثمرين والمستهلكين، يسعى المنظمون في جميع أنحاء العالم إلى وضع مقاييس متسقة ورؤى إضافية حول كيفية دمج الشركات لمخاطر المسؤولية والاستدامة في خطط أعمالها.

عالم الشركات التي تظهر علانيةً التزامها بإدارة عملياتها بطريقة مسؤولة ومستدامة يواصل التوسع، بحيث أصبحت مؤشرات الاستثمار المسؤولة والمستدامة تواكب السوق الأوسع على المدى الطويل.

هناك العديد من المنظمات التي تقدم معلومات عن الصناديق المسؤولة والمستدامة وأدائها. بعض المؤشرات لا تشمل سوى الشركات التي تلبي معايير محددة، في حين قد تستبعد مؤشرات أخرى شركات معينة أو ربما تتبنى مقاربة "الأفضل في فئتها". القائمة الآتية ليست شاملة بأي حال من الأحوال، لكنها تعطي لمحة عن المؤشرات المتاحة. ولعلكم ترغبون في إلقاء نظرة على أداء هذه المؤشرات بأنفسكم لمعرفة مدى مضاهاتها للسوق الأوسع، والنظر فيما إذا كانت الاتجاهات الحالية (على سبيل المثال، الدعاية التي تُعطى لتغير المناخ) قد تفيد الشركات التي تستثمر بمسؤولية، وبالتالي، تفيد مثل هذه المؤشرات.

- **سلسلة مؤشرات FTSE4Good** – تقيس أداء الشركات التي تلبي معايير المسؤولية المعترف بها عالميًا. كما بدأت مؤخرًا في النظر في العوامل المتعلقة بمدى مساهمة الشركة في تغير المناخ. على سبيل المثال، مؤشر FTSE4Good UK مشابه لمؤشر FTSE All-Share الذي يصنّف الأسهم وفقًا للقيمة السوقية، ولكن مع استثناءات مختلفة.
- **مؤشر MSCI KLD400 الاجتماعي** – نسخة مفرزة اجتماعياً من مؤشر S&P500. وهو يتألف من ٤٠٠ شركة، مأخوذة من أكبر ٣٠٠٠ بين الأسهم العامة الأمريكية، وفقًا للقياس على أساس القيمة السوقية المعدلة حسب الأسهم المتداولة، وتلبي معايير بيئية واجتماعية معينة. وهو المعادل الأمريكي لمؤشر FTSE4Good.
- **مؤشرات داو جونز للاستدامة** - سلسلة من المؤشرات التي تتبع الأداء المالي للشركات الرائدة في العالم من حيث معايير ESG. وهي أطول معايير الاستدامة في جميع أنحاء العالم، وتستخدم اليوم لمجموعة واسعة من تطبيقات قياس الأداء ESG والاستثمار.
- **مؤشر كالفيرت الأمريكي للشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة (الأسهم العملاقة)** – هو مؤشر مرجعي مرجح لرأس المال السوقي للشركات الكبيرة التي تعتبر مسؤولة اجتماعيًا أو أخلاقية. يُستمدَ المؤشر من ١٠٠٠ من أكبر الشركات المدرجة في البورصة في الولايات المتحدة، باستخدام معايير كالفيرت المتعلقة بالبيئة وقضايا مكان العمل وسلامة المنتجات وعقود الأسلحة وحقوق الإنسان، من بين أمور أخرى.
- **مؤشر داو جونز للسوق الإسلامية العالمية (DJIM)** – أول مؤشر يقيس أداء مجموعة عالمية من الأسهم القابلة للاستثمار والتي تتوافق مع الشريعة الإسلامية. ويضم المؤشر هيئة إشراف شرعية مستقلة تقدم المشورة بشأن منهجية فحص الأوراق المالية لإدراجها في المؤشر والمسائل ذات الصلة المتعلقة بتوافق المكونات المؤهلة مع الشريعة الإسلامية.

٣-٢ إستراتيجيات الاستثمار في السندات

هدف التعلّم

٣-٣-٦ فهم إستراتيجيات الاستثمار في السندات

فضلاً عن ضمان مستوى ملائم من التنويع في المحفظة، هناك عددٌ من الإستراتيجيات النشطة والسلبية التي يمكن توظيفها عند الاستثمار في السندات.

إستراتيجيات السندات النشطة

بشكل عام، يستخدم إستراتيجيات السندات النشطة مديرو المحافظ المالية الذين يعتقدون أن سوق السندات ليست فعّالة تمامًا، مما يجعلها عرضة للتسعير الخاطئ. ويمكن استخدامها أيضًا حيث يُعتقد أن وجهة نظر السوق بشأن تحركات أسعار الفائدة المستقبلية (التي يقتضيها منحنى العائد) غير صحيحة أو أخفق التنبؤ بها، وهو ما يُعرف **بالتوقيت الأمثل للاستثمار**.

فيما يلي أمثلة على إستراتيجيات السندات النشطة:

- يؤدي تبديل المدة إلى تغيير مدة المحفظة مع التغيرات المتوقعة في أسعار الفائدة. على سبيل المثال، قد يزيد المستثمر الذي يتوقع انخفاض أسعار الفائدة من المدة عن طريق استبدال السندات منخفضة المدة بسندات عالية المدة.
- يتضمن صعود منحنى العائد شراء سند طويل الأجل ولكن مع بيعه قبل تاريخ الاستحقاق، للاستفادة من انخفاض العائد على مدار عمر السند. وهذه إستراتيجية صالحة عندما يكون منحنى العائد منحدرًا إلى الأعلى.
- تبديل السندات (أو المبادلة) هو تبادل سند بسند آخر. وهناك ثلاثة أنواع رئيسة:
  - التحول الحائد هو التحول بين سندين متشابهين من جميع النواحي باستثناء العائدات و/أو الأسعار. ويُستغل هذا حَيد الأسعار هذا بالتحول من السند الباهظ الثمن إلى السند الرخيص.
  - يتحول تحوّلُ السياسات بين سندين مختلفتين للاستفادة من التغيرات المتوقعة في أسعار الفائدة، وبنية منحنى العائد، وتصنيفات الائتمان للسندات، وما إلى ذلك.
  - يتحرك التحول المنتشر داخل السوق بين السندات الحكومية وسندات الشركات بشروط مختلفة (على سبيل المثال، سعر الكوبون، وتاريخ الاستحقاق، والتصنيف الائتماني) للحصول على فارق عائد أكثر إيجابية.

إستراتيجيات السندات السلبية

تُستخدم إستراتيجيات السندات السلبية إما عندما يُعتقد أن السوق فعّالة (وفي هذه الحالة، تستخدم إستراتيجية الشراء والاحتفاظ)، أو عندما تُنشأ محفظة سندات حول تلبية التزام مستقبلي محدد بالقيمة الاسمية.

لتوضيح كيفية عمل كل من الإستراتيجيات التالية، لنفترض أن المستثمر لديه التزام مستحق السداد بعد ١٠ سنوات. الخيارات هي:

- **محفظة استثمار الدفعة الواحدة** – تستثمر محفظة استثمار الدفعة الواحدة في سندات ذات آجال قريبة من مدة الالتزامات؛ على سبيل المثال، يمكن للمستثمرين الذين لديهم التزام مستحق خلال ١٠ سنوات إنشاء محفظة استثمار الدفعة الواحدة من السندات ذات مدة ٩ و١١ سنة بنسب متساوية. عندئذٍ ستكون مدة المحفظة مساوية للالتزام: (٠,٥ × ٩) + (٠,٥ × ١١) = ١٠ سنوات. من الناحية العملية، سيتم سداد أحد السندين قبل الموعد المطلوب وسوف يكون من الضروري بيع السند الآخر، على الرغم من أن أجله سيكون قصيرًا جدًا وبالتالي يجب أن يحقق قيمة قريبة من قيمته الاسمية.
- **باربل – التوازن الزمني** – يتضمن الاستثمار في سلسلة من الأوراق المالية لها أكثر من أجل استحقاق واحد، وذلك للحد من مخاطر تقلب الأسعار مع وجود آجال استحقاق في كلا طرفي الطيف (أي، طويلة الأجل وقصيرة الأجل). يتمثل دور الأسهم الأطول أجلاً في تقديم عائد جذاب، في حين إن وجود بعض الأسهم الأقصر أجلاً والتي من المقرر أن يحل أجلها في الأمد القريب يخلق الفرصة لاستثمار الأموال في مكان آخر إذا شهدت سوق السندات انحداراً.
لنفترض أننا نستطيع تحديد سندين، أحدهما لمدة ٤ سنوات والآخر لمدة ١٥ عامًا. يمكننا، من خلال تغيير النسب المستثمرة في كل منهما، إنشاء محفظة لها مدة تتناسب مع الالتزام النقدي، من خلال استثمار ٤٥,٥٪ في الأول والرصيد في الأخير: (٠,٤٥٥ × ٤) + (٠,٥٤٥ × ١٥) = ١٠ سنوات. من الناحية العملية، لا يمكن أن تبقى المحفظة ثابتة ومن الواضح أنها ستحتاج إلى إعادة توازن بانتظام.

- **مطابقة التدفق النقدي** - يشتري هذا ببساطة السندات التي ستؤدي عائدات استردادها إلى تلبية الالتزامات عند استحقاقها.
- **التحصين** – ويسمى أيضًا مطابقة المدة، ويتضمن ذلك قيام المستثمر بشراء محفظة من السندات ذات مدة (وليس استحقاق) تساوي أي التزامات، وبالتالي عزل المحفظة عن تأثير تغيرات أسعار الفائدة المستقبلية. وغالبًا ما يستخدم **التحصين** مديرو محافظ السندات الذين لديهم التزامات مستقبلية معروفة للتلبية.
يمكن إجراء التحصين باستخدام أي من التقنيات التالية:
  - **مطابقة النقد** وتتضمّن إنشاء محفظة سندات تكون التدفقات النقدية لفوائد السند ومدفوعات الاسترداد فيها متزامنة لتتوافق مع التدفقات النقدية للالتزامات التي يتعين الوفاء بها.
  - **التحصين القائم على المدة** ويتضمّن إنشاء محفظة سندات بنفس القيمة الأولية مثل القيمة الحالية للالتزام التي جرى تصميمها لتلبيته ونفس مدة هذا الالتزام.

- **التدرج** – يتضمن هذا شراء سندات ذات آجال استحقاق مختلفة، وبالتالي تقليل الحساسية لمخاطر أسعار الفائدة. وسوف تحتاج النسب المئوية المستثمرة في كل منها إلى التعديل لتلبية الالتزامات. ومع سداد السندات السابقة، يمكن سحب العائدات أو إعادة استثمارها في آجال استحقاق لاحقة، والحفاظ على فارق السندات أو تركيزه حسب الرغبة. ويمكن رؤية فوائد هذه الإستراتيجية من خلال معاينة بدائل الاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الأجل وحدها أو طويلة الأجل وحدها:
  - إذا تم اختيار **الأوراق المالية قصيرة الأجل** وحدها، فإن محفظة السندات تتمتع بدرجة عالية من الاستقرار، حيث ستكون هذه الأوراق المالية أقل تأثرًا بالتغيرات في أسعار الفائدة. ومع ذلك، فإن ثمن هذا الاستقرار سيكون التخلي عن العائد الأعلى الذي يمكن الحصول عليه من الأسهم ذات الأجل الأطول.
  - إذا اختار المستثمر **أوراقاً مالية طويلة الأجل** فحسب، فإنّه يحصل على العائد الأعلى، لكن على حساب التعرّض لمخاطر أكبر إلى جانب مخاطر تكبّد خسائر محتملة إذا ما اضطر إلى بيع استثماراته قبل موعد الاستحقاق أو قبل ارتفاع معدّلات الفائدة.

لذلك فإنّ إنشاء محفظة متدرجة زمنياً يساعد على تحقيق التوازن في بعضٍ من هذه المخاطر. فالعائد يكون أعلى مما لو اقتصر المستثمر على شراء الأوراق المالية القصيرة الأجل فقط، وتكون المخاطر أقلّ مما لو استثمر في السندات الطويلة الأجل وحدها. في حال انخفضت معدّلات الفائدة، سيكون من الضروري إعادة استثمار العوائد من السندات التي ستستحق في أقرب فرصة بسعرٍ أقل، لكنّ السندات الأخرى المتبقيّة ستحقّق عوائد أعلى من السوق. وبالمقابل، إذا ارتفعت أسعار الفائدة، فإنّ المحفظة ستحقّق عائداً أقلّ من السوق، لكن يمكن الاستثمار بأسعار أعلى حالما يحين موعد الاستحقاق المقبل.

٣- دور فئات الأصول والصناديق في المحفظة

هدف التعلّم	
٦-٣-٤	فهم استخدام فئات الأصول المختلفة ضمن المحفظة الاستثمارية
٦-٣-٥	فهم استخدام صناديق الاستثمار بوصفها جزءاً من إستراتيجية الاستثمار

ينبغي أن نكون قد أدركنا الآن أنه من أجل تقليل المخاطر المرتبطة بالاستثمار في فئة واحدة من فئات الأصول، يجب على المستثمر امتلاك محفظة استثماريّة مُتنوّعة تتكوّن من أنواع أصول مختلفة بنسبٍ متفاوتة، وذلك اعتماداً على ظروف الفرد وأهدافه الاستثمارية. ويتمثّل الهدف من ذلك في بناء محفظة متنوعة من فئات الأصول التي يمكن أن تعزز العوائد في حين يتم تنويع المخاطر الإجمالية للمحفظة.

ويستند الأساس المستخدم لإنشاء محفظة تتكوّن من فئات أصول مختلفة إلى نظرية المحفظة الحديثة (MPT؛ يُنظر القسم ١-١ من هذا الفصل)، التي تنص على أنه من أجل الوصول إلى مستوى مختلف من المخاطر، يمكن الجمع بين الأصول المختلفة لتعزيز العوائد. وبفضل إمكانية تغيير أوزان/كمية الأموال المستثمرة في فئات الأصول هذه، تستطيع إستراتيجيات الاستثمار استهداف مجموعات محدّدة من العملاء بحسب استعدادهم للمخاطرة.

٣-١ دور النقد في المحفظة الاستثماريّة

توفّر الودائع النقدية وأدوات سوق النقد طريقة منخفضة المخاطر لتحقيق الدخل أو العائد على رأس المال، حسبما تقتضيه الضرورة، مع الحفاظ على القيمة الاسميّة للمبلغ المُستثمَر، باستثناء أثر التضخم. كما أنها تؤدي دوراً مهماً في أوقات غياب اليقين في السوق و/أو تتحكم في مستوى التقلب في المحفظة، ويرجع ذلك إلى حقيقة أن النقد يعد من فئات الأصول قليلة التذبذب. لكن النقد غير مناسب سوى للاستثمار على المدى القصير، وقد حققت الاستثمارات النقدية تاريخياً أداءً أدنى من أداء معظم فئات الأصول الأخرى على المدى المتوسّط والمدى الطويل. علاوةً على ذلك، نادراً ما يكون العائد الحقيقي للاستثمار النقدي (بعد أخذ آثار التضخم في الاعتبار) إيجابيّاً على المدى الطويل بعد اقتطاع الضريبة.

٣-٢ دور السندات في المحفظة الاستثمارية

لما كانت للسندات دفعات مستقرة من أقساط الفائدة مع ضمان استرداد أصل السند، فإنّها يمكن أن تؤدي دوراً كبيراً في إنشاء محفظة بما يلبي احتياجات المستثمر، سواءً كان ذلك توفير ملاذ آمنٍ للأموال، أو تحقيق مستوىً يمكن الاعتماد عليه من الدخل أو توفير الأموال لدفع نفقات أو التزامات مستقبلية متوقَّعة.

وتتمثّل المزايا الرئيسة للسندات بما يأتي:

- بالنسبة إلى معظم السندات، تدفق منتظم ومؤكد للدخل (والذي يرتفع بالنسبة إلى السندات المرتبطة بالتضخم والسندات ذات المعدلات العائمة من خلال التعديلات المرتبطة بالتضخم وأسعار الفائدة المعيارية على التوالي).
- بالنسبة إلى معظم السندات، تاريخ استحقاق ثابت (ومع ذلك، هناك سندات بدون تاريخ استرداد، أو ذات تاريخ مزدوج، أو مع أحكام شراء/بيع - يُنظر الفصل ٣، القسم ٢-١-٣).
- مجموعة واسعة من عوائد الدخل بما يناسب الأوضاع الاستثمارية والضريبية المختلفة.

أمّا عيوبها/مخاطرها الرئيسة فهي:

- **مخاطر الائتمان** – المخاطر العامة المتمثلة في عدم وفاء الأطراف المقابلة بالتزاماتها. ومن بين مخاطر الائتمان مخاطر التخلف عن الدفع، والتي تحدث عندما لا يفي المدين بالتزاماته القانونية، التي قد تتمثل إما في عدم سداد الدفعة المقررة أو انتهاك تعهد القرض.
- مخاطر السوق - تسمى أيضًا مخاطر الأسعار، وهي المخاطر التي قد تؤثر بها حركة أسعار الفائدة بشكل كبير على قيمة حيازات السندات (مع مراعاة العلاقة العكسية بين الأسعار وأسعار الفائدة).
- **مخاطر التضخم** - خطر ارتفاع التضخم بشكل غير متوقع، وتأثيره في القيمة الحقيقية لمدفوعات قسيمة السند ومدفوعات الاسترداد (باستثناء السندات المرتبطة بالتضخم، وإلى حد ما، السندات متوسطة الأجل ذات أسعار الفائدة العائمة).
- **مخاطر السيولة** - لا تُتداوَل بعض السندات بسهولةٍ أو بصورة منتظمة، ويمكن بالتالي أن يصعب الوصول إليها في غضون مهلةٍ قصيرة أو من الممكن أن تعاني من فروق كبيرة بين أسعار البيع والشراء.
- **مخاطر تغيّر سعر الصرف** – يمكن أن تخضع السندات المُقوّمة بعملةٍ مختلفة عن العملة المحلية للمستثمر لتقلّبات غير مؤاتية في أسعار الصرف.
- **مخاطر إعادة الاستثمار** - المخاطر التي قد تمنع المستثمر من إعادة استثمار التدفقات النقدية التي يتلقاها من السند بمعدل مماثل لمعدل العائد الحالي.
- **مخاطر تجديد الدين** - المخاطر المرتبطة بإعادة تمويل الديون وهي المخاطر التي تواجهها البلدان أو الشركات عندما يحين موعد استحقاق الدين، وتحتاج إلى تحويله إلى دين جديد، ويتعين تمويله بأسعار فائدة أعلى.

هناك عدد من المخاطر الأخرى المرتبطة بالاحتفاظ بسندات الشركات، وأبرزها:

- **مخاطر الاسترداد المُبكر** - مخاطر أن تستخدم الجهة المُصدِرة للسند حقها في استدعائه قبل تاريخ الاستحقاق إذا كان السند قابلاً للاسترداد قبل تاريخ استحقاقه.
- **مخاطر أولوية السداد** - أي الأولوية التي تُصنّف بها ديون الشركات في حال تعرّض الجهة المصدرة للتصفية.

ومن بين هذه المخاطر، تمثّل مخاطر الائتمان ومخاطر السوق ومخاطر التضخم مصدر قلقٍ رئيس للمستثمرين في السندات.

وكما رأينا سابقاً، إن لأسعار السندات علاقة عكسية مع تحركات أسعار الفائدة، ولذلك فإن مخاطر تغير السّعر أو مخاطر السوق تشكّل مصدر قلق بالغ لحملة السندات، الذين يكونون عرضة لتأثير حركة أسعار الفائدة، الأمر الذي قد يترك أثراً كبيراً على قيمة استثماراتهم. ويتعرّض المستثمرون أيضاً لمخاطر **إعادة استثمار الفوائد** بالسعر ذاته ومخاطر تجديد الدين.

٣-٢-١ ملكية المستثمر من السندات المباشرة

هناك مجموعة متنوعة من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت تُقدّم مجموعة كبيرةً من الخيارات التي تتيح تعديل الاستثمارات بما يلائم الأهداف الماليّة للفرد واحتياجات الدخل ودرجة الرغبة في تحمّل المخاطر. ولا بدّ من تبنّي مقاربة مُنظّمة للعثور على السندات التي تتطابق مع الأهداف الاستثمارية للمستثمر وتتّفق مع موقفه من المخاطر.

يُعَدّ **التنويع الاستثماري** داخل عنصر السندات في المحفظة ضرورياً لإدارة المخاطر المرتبطة بها. إنّ تجنّب الاقتصار على استثمارٍ واحدٍ أمرٌ مهمٌّ للغاية، وسوف تساعد المحفظة المُكوّنة من عدّة أنواع مختلفة من السندات ومن سندات صادرة عن جهات متنوعة على التخفيف من حدة المخاطر. على سبيل المثال:

- **سندات صادرة عن جهات مختلفة** - للحماية من مخاطر عجز إحدى الجهات المصدرة للسندات عن الوفاء بالتزاماتها المتمثلة في دفع الفوائد وأصل الدين.
- **سندات من أنواعٍ مختلفة** – إنّ احتواء المحفظة على سندات صادرة عن الحكومات والوكالات الدولية والشركات التجارية وجهات مُصدِرة أخرى يوفّر ضماناً ضدّ احتمال تكبّد الخسائر في أي قطاع معيّن في السوق.
- **سندات ذات تواريخ استحقاقٍ وآجال مختلفة** - للحماية ضد مخاطر تقلّبات أسعار الفائدة السلبيّة.

ينبغي أيضاً أن يهدف إنشاء محفظة السندات إلى ضمان وجود توازن مناسب بين السندات ذات الدرجة الاستثمارية والسندات ذات العائد المرتفع، وكذلك بين الجهات الحكومية والشركات المصدرة.

٣

٣-٢-٢ صناديق السندات

هناك بديل لإنشاء محفظة السندات، ألا وهو الاستثمار في صندوق استثمار مُشترك يستثمر في السندات. بالإضافة إلى ذلك، فإنه من الأسهل شراء كمية متنوعة من السندات لمحفظة عميل فرد عن طريق صندوق استثماري مقارنة بشراء السندات الفردية، حيث قد يكون الحد الأدنى لمبلغ الشراء ١٠,٠٠٠ أو ٥٠,٠٠٠ دولار أمريكي بالقيمة الاسمية. تُقدّم صناديق السندات للمستثمرين وسيلةً أخرى للاستثمار في أسواق السندات وتسمح للمستثمر بتنويع المخاطر عبر مجموعة واسعة من الأوراق المالية والوصول إلى مهارات الاختيار المحترف للسندات وإدارة محفظة الأوراق الماليّة من قبل مدير الصندوق.

وتتضمّن مزايا صناديق السندات ما يأتي:

- **التنويع الاستثماري** - عادةً ما تحتوي صناديق السندات على مجموعة متنوعة من السندات الفرديّة بآجال استحقاق متفاوتة، وبذلك يمكن تخفيف حدّة الأثر الناتج عن أداء أي سند مفرد في حال عجز الجهة المُصدِرة عن دفع أقساط الفائدة أو أصل السند. كما تنوّع صناديق الاستثمار السندات عن طريق الاستثمار في قطاعات مختلفة من السندات. ومع ذلك، فإن هذا يعتمد على أهداف الاستثمار وإستراتيجية الصندوق.
- **الإدارة الاحترافية** - كما هي الحال مع صناديق الاستثمار المشتركة الأخرى، توفّر صناديق السندات الوصول إلى مدراء المحافظ المحترفين القادرين على تحليل السندات الفرديّة لتحديد ما يمكن شراؤه وبيعه وكيفية تحقيق توزيع الأصول حسب القطاع واختيار الموقع الأمثل للمحفظة على منحنى العائد.
- **السيولة** - وهنا أيضاً، كما هي الحال مع صناديق الاستثمار المشترك الأخرى، فإن التّداول اليومي يسمح بشراء السندات المكوِّنة للصندوق وبيعها.
- **الدخل** - تُسدّد معظم صناديق السندات توزيعات أرباح مُنتظمة يمكن أن تكون إما نصف سنويّة أو ربع سنوية أو شهريّة، وبالتالي فإنها يمكن أن توفر للمستثمر دخلاً منتظماً.

بينما قد يكون صندوق السندات بديلاً فعّالاً للمحفظة الاستثماريّة المباشرة لبعض المستثمرين، فإن هناك بعض العوامل التي يجب أن تُؤخَذ في الاعتبار.

يقوم المستثمر بشراء وحدات/أسهم الصندوق الذي يُدار بإستراتيجية الإدارة النشطة، بحيث تضاف السندات إلى الصندوق وتباع تلك الموجودة فيه وفقاً لتغير الظروف في السوق أو بناءً على طلب المستثمر. ونتيجةً لذلك، من الواضح أن صناديق السندات ليس لها تاريخٌ محدّد للاستحقاق، وبالتالي فإنها تصبح أقلّ جدوى في الحالات التي يحتاج فيها المستثمر إلى الحصول على مبلغٍ معيّن في تاريخ لاحق لتلبية التزام متوقّع.

ويجب أيضاً أن نتذكر أنه، على الرغم من أن صناديق السندات ستمكّن المستثمر بسهولة من تحقيق التنويع، فإنها تبقى عرضةً لمخاطر الائتمان ومخاطر التضخّم ومخاطر تقلب أسعار الفائدة. وكما رأينا سابقاً، تتغير القيمة السوقية للسندات يومياً، وكذلك يتغير صافي قيمة أصول صندوق السندات، ما يعني أن قيمة أصول المستثمر سوف تتقلّب وقد يكون سعر البيع أعلى أو أقل تبعاً للأداء الذي قد حققه الصندوق والسوق منذ شراء الأسهم.

وإلى جانب ذلك، هناك ثمنٌ لتحقيق التنويع واستخدام الإدارة الاحترافيّة، فمعظم الصناديق تتقاضى رسوماً مختلفة بما في ذلك الرسوم الأولية ورسوم الخروج و/أو رسوم الإدارة السنوية، وغيرها (يُنظر الفصل الرابع، القسم ١-٢-١)، وجميع هذه الرسوم من شأنها أن تقلل من العائدات للمستثمر. ومن ثم فمن المهم أن نأخذ في الاعتبار التكاليف الإجمالية عند حساب العائدات الإجمالية المتوقعة.

البديل لصندوق السندات المُدار بشكل نشط هو صندوق تتبع السندات المُدار بشكل سلبي. تسمح هذه الصناديق للمستثمر بتتبع عائدات مؤشر السندات، ولكن بتكلفة أقل من نظيراتها المُدارة بشكل نشط.

مع ذلك، قد تواجه صناديق السندات المُدارة بشكل سلبي تحديات تتعلق بالسيولة. والسبب في ذلك هو أنه يجري تداول السندات خارج الأسواق الرسمية ويمكن أن تفتقر أسواقها إلى السيولة والشفافية في الأسعار. ونظرًا لأن المستثمرين يميلون إلى الاحتفاظ بالسندات حتى تاريخ استحقاقها، فإنه توجد في كثيرٍ من الأحيان سوق ثانويةٌ نشطة، الأمر الذي يجعل من الصعب ضمان احتواء صندوق السندات المُدار بشكل سلبي على ما يكفي من السندات السائلة لتتبع مؤشر.

يحتاج صندوق السندات المُدار بشكل سلبي إلى تتبع مؤشره المعني عن كثب بطريقة فعالة من حيث التكلفة على الرغم من نقص السيولة هذا. وهذه مشكلة أكبر بالنسبة إلى السندات التجارية مقارنة بالسندات الحكومية، حيث تتمتع السندات التجارية عمومًا بأحجام تداول أقل وهي أقل سيولة مقارنة بالسندات الحكومية. وعلاوة على ذلك، فإن عالم السندات ضخم، وأكبر بكثير من سوق الأسهم، مما يجعل من الصعب تكرار مؤشرات السندات بالكامل - وذلك لأن الشركات تصدر عادةً نوعًا واحدًا من الأسهم، ولكنها يمكن أن تصدر سندات متعددة بأسعار قسائم وآجال استحقاق وشروط مختلفة. وقد تغلبت شركات الاستثمار التي تقدم صناديق السندات المُدارة بشكل سلبي على هذه المشكلة باستخدام عينات تمثيلية، حيث تتبع مجموعة فرعية فحسب مختارة من السندات التي تعتبر ممثلة لمؤشر السندات الأوسع.

٣-٢-٣ اختيار السندات

هناك مجموعة كبيرة من صناديق السندات المُتاحة للمستثمرين ولذلك لا غنى عن الاختيار بعنايّة. وتتضمّن بعض العوامل الرئيسة التي ينبغي النظر فيها ما يأتي:

- **أهداف الاستثمار (Investment objectives)** - على الرغم من أن صناديق السندات قد تسعى إلى تحقيق أهداف متماثلة، مثل تحقيق دخلٍ مرتفع أو المحافظة على رأس المال، إلا أنّ هناك اختلافات في السبل التي تسلكها لتحقيق ذلك. وقد يقتصر البعض على الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية، في حين أن البعض الآخر قد يستثمر في قطاعات مختلفة بما في ذلك السندات الحكومية والسندات التجارية والسندات المضمونة بالأصول أو حتى في صندوق للسندات.
- **متوسط آجال الاستحقاق (Average maturity)** - يحتوي الصندوق على مجموعة من السندات ذات آجال استحقاقٍ مختلفة، ويتم احتساب متوسط آجال الاستحقاق المُرجَّح للصندوق. وكلّما طال أجل الاستحقاق، تزداد حساسية الصندوق للتغيّرات في أسعار الفائدة.
- **مدّة الاسترداد (Duration)** - وهذه تقيس مدى تقلّب سعر السند مع التغيُّرات في معدّلات الفائدة المماثلة. فإذا ارتفعت معدّلات الفائدة بمقدار ١٪، على سبيل المثال، فإن صندوقاً بمدة زمنية مكافئة قدرها خمس سنوات سيفقد حوالي ٥٪ من قيمته. غير أنّهُ هناك عوامل أخرى تؤثّر أيضاً على أداء صندوق السندات وسعر السند، وبذلك قد يختلف الأداء الفعلِي.
- **الجدارة الائتمانية (Credit quality)** - يعتمد معدّل الجدارة الائتمانية لصندوقِ السندات على الجدارة الائتمانية للأوراق المالية المكوّنة للمحفظة، فكلّما زادت نسبة الاستثمار في الأوراق المالية من الدرجة غير الاستثمارية، ارتفعت درجة المخاطرة، والعكس صحيح.
- **الأداء (Performance)** - يجب التحقق من المردود الكلي الذي حقّقه الصندوق على مدة زمنية معيّنة ومراجعته بالتزامن مع العائد الذي يحقّقه، وذلك لمعرفة ما إذا كان تحقيق عوائد أعلى يتمّ عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية الأقل جدارة ائتمانية، الأمر الذي قد يجعل سعر الاشتراك في صندوق السندات أكثر تقلُّباً.
- **الرسوم والأجور (Fees and charges)** - يجب تحديد النفقات الفردية والإجمالية للصندوق بحيث يمكن تقييم أثر ذلك على الأداء ومقارنته مع الصناديق الأخرى المماثلة.

- **مدراء الصناديق (Fund managers)** - تتزايد أسواق السندات تعقيداً، وبالتالي فإنه من المهمّ تقييم الخبرة المهنية لفريق إدارة الصندوق. ينبغي إجراء هذا التقييم على مدى فترة زمنية ممتدة، تشمل ظروف السوق المختلفة لتقييم قدرتها على التكيف، وقدراتها على اتخاذ القرار، وثباتها في التعامل مع هذه التعقيدات.

إنّ الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة ليست إستراتيجيات مستقلة تماماً عن بعضها البعض لتحقيق تمثيل السندات اللازمة في المحفظة. وللحصول على النتائج المثلى، ينبغي على مدير المحفظة الاستثمارية النظر في ما إذا كان الجمع بين هذه الإستراتيجيات ضرورياً لبناء محفظةٍ تُلبّي الأهداف الاستثمارية للمستثمر وتراعي درجة استعداده لتحمُّل المخاطر على نحو أفضل.

فعلى سبيل المثال، قد يجد المستثمر خياراً عملياً في امتلاك مجموعةٍ من السندات الحكوميّة بآجال استحقاق متفاوتة مباشرةً في المحفظة، مع تنويع الاستثمار بامتلاك السندات التجارية وسندات الأسواق الناشئة بواسطة صندوق سنداتٍ يدارُ بإستراتيجية الإدارة النشطة أو أحد صناديق السندات المرتبطة بالمؤشرات المتداولة في البورصة.

ويمكن أيضاً تحقيق إنشاء محفظة للسندات مُنوّعة دولياً بالطريقة نفسها، لأن عمل ذلك عن طريق الاستثمار المباشر قد لا يكون خياراً عملياً للجميع باستثناء كبار المستثمرين، وحتى في حال تحقيقه، فإنه يُعرّض المستثمر لمخاطر تقلّب أسعار الصرف. وبالتالي يمكن لصناديق السندات توفير هذا النمط من التنويع، وتدير بعض الصناديق مخاطر تقلّب أسعار الصرف بفاعليةٍ عن طريق التحوّط ضد مخاطر تقلّب سعر الصرف المعرَّضة لها.

يجب أن يأخذ المستثمرون في الاعتبار أيضاً الآثار الضريبية المختلفة الناتجة عن الاستثمار المباشر في السندات مقارنة بالصناديق المدارة.

٣-٣ دور الأسهم في المحفظة الاستثمارية

تتميّز الأسهم بنسبة أعلى من الأرباح/ المخاطر مُقارنةً بالأوراق المالية الأخرى في المحفظة. وتكمُن جاذبية الأسهم في قدرتها على مواجهة آثار التضخّم على المدى الطويل وكذلك توفير مستوى من الدخل في صيغة توزيعات أرباح الأسهم.

لكن العوائد التي تحقّقها الأسهم قد شهدت تفاوتاً إلى حدٍّ كبير على المدى القصير والمتوسّط، وفي حالات غياب دخل توزيعات أرباح الأسهم، على المدى الأبعد أيضاً. وفي بعض الأحيان حقّقت السندات عوائد أكبر من عوائد الأسهم.

ومع أن أداء رأس المال غالباً ما يكون محور مردود الأسهم على المدى القصير، فقد ثبت تاريخياً أن النُموّ القوي لأرباح الأسهم الموزّعة يمثل أهمّ عاملٍ على الإطلاق لتحديد مردود الأسهم على المدى الأبعد. ويتأثّر نمو توزيعات أرباح الأسهم بتقلّبات الدورات الاقتصادية، لكنه في الحالات التي استطاعت فيها الشركات تحقيق نموٍ طويل الأجل في توزيعات أرباح الأسهم، فقد استطاع أيضاً أن يوفّر للأسهم إمكانيّة تحقيق دخل مستقر ومتزايد.

في السنوات الأخيرة، انخفضت نسبة الأسهم الموجودة في المحافظ الاستثماريّة تماشياً مع الاستخدام المُتزايِد للأصُول البدِيلة وصناديق الاستثمار المتداولة والاستثمارات البديلة والمُشتقّات المالية. وعلى الرُّغم من هذا، ما تزال الأسهم تؤدي دوراً كبيراً في المِحفَظة الاستِثمارية للمُستثمرين كافة؛ ويمكِن أن يتحقّق هذا إما عن طرِيق الاستِثمار المُباشر في الأسهُم أو على نحو غيرِ مُباشر بواسطة صنادِيق الاستثمار أو بمزيج من الاثنَين معاً.

ويمكن تصنيف المخاطر الرئيسة المرتبطة بامتلاك الأسهم تحت ثلاثة عناوين عريضة:

- **مخاطر تغيّر السعر:** أي مخاطر انخفاض أسعار الأسهم بصورة عامة. وفي مثل هذه الحالة، على الرغم من أنّ الشركة المعنيّة قد تستمرّ في توزيع أرباح الأسهم، فقد يواجه المستثمرون خسارةً في رأس المال. على سبيل المثال، عند انهيار سوق الأسهم في تشرين الأول عام ١٩٨٧، عرفت باسم الاثنين الأسود (Black Monday)، انخفضت قيمة الأسهم في كُلٍّ من الولايات المتّحدة ودول أخرى بنسبةٍ تُقارب ٢٠٪ في يومٍ واحد، مع تراجع أسعار بعض الأسهم بنسبةٍ أكبر من ٢٠٪.
إن مخاطر الأسعار ليست موحدة في جميع أنحاء السوق؛ فهي تتفاوت بين الشركات. على سبيل المثال، تميل الأسهم المتقلبة أو الهجومية (التي توجد عادة في قطاعات مثل الاتصالات أو التكنولوجيا) إلى إظهار مخاطر أسعار أكثر من الأسهم الأكثر دفاعية (مثل شركات المرافق وتجار التجزئة العامة). وهناك أيضًا تمييز بين أساليب الاستثمار القائمة على القيمة مقابل النمو، والشركات الكبيرة مقابل الشركات الصغيرة. بالإضافة إلى الانهيارات العامة في الأسعار، إذ يمكن لأي شركة واحدة أن تشهد انخفاضات دراماتيكية في سعر سهمها عندما تكشف عن أخبار سيئة، مثل خسارة عقد كبير.

- **مخاطر التسييل:** تتعلق بصعوبة بيع الأسهُم بسعرٍ معقول، ويحدُث ذلك عادة عندما تنخفض أسعار الأسهم عامة، حيث من المحتمل أن يتّسع الفارق بين سعر الشراء وسعر العرض. وعادةً ما تكون الأسهم في الشركات الصغيرة عرضةً لمخاطر السيولة بصورةٍ أكبر من الأسهم في الشركات الكبيرة؛ كما يميل الفارق بين سعر الشراء وسعر البيع في الشركات الصغيرة لأن يكون أكبر من نظيره في الشركات الكبيرة التي تتداول على نطاق أوسع في البورصة.
- **مخاطر تخلّف الجهة المُصدرة:** ويُقصد بها مخاطر انهيار الشركة المصدرة حيث تصبح الأسهم العاديّة عديمة القيمة. وقد تكون هذه المخاطر بعيدة الاحتمال بالنسبة للشركات الأكبر حجماً والمخضرمة، لكنها تبقى مخاطر موجودة فعلاً ويمكن أن تصبح مصدرَ قلقٍ متزايدٍ في أوقات عدم الاستقرار الاقتصادي. ولا شكّ في أن حجم هذا النوع من المخاطر يزداد بالنسبة للشركات الأصغر.
- **التذبذب**: الذي تشهده أسعار الأسهم نتيجةً لرد فعل الأسواق على الأخبار الاقتصادية والأخبار المتعلّقة بالشركات.

على الرغم من محاولة الكثير من المستثمرين الشراء حين يكون سعر السهم في أدنى مستوى له والبيع حين يصل السعر إلى أعلى مستوى له، فإن القلّة القليلة- إن وُجدت- تنجح في مسعاها هذا. وفي واقع الأمر، في ظل وجود تكاليف المعاملات وفي ضوء سجلّ الأسهم الذي يشهد على تفوّق أدائها على أداء السندات الحكوميّة والودائع النقدية، فإنّ بقاء المستثمر خارج سوق الأسهم بصورة دورية يرجّح أن يسبّب له خسائر أكبر من بقائه فيها على المدى الطويل (فلسفة تُعرف باسم "الوقت في السوق، وليس توقيت السوق"). يجد المستثمرون أن تكلفة الأسهم في الأسواق قد تختلف كثيراً عن القيم الحقيقيّة (أو الأساسية)- سواء كانت أعلى او أقل منها- ولفتراتٍ طويلة من الزمن غالباً. وهذا يتطلّب من المستثمرين التحلّي بالحكمة ومراعاة الآفاق الزمنية للاستثمار عندما يرغبون بالاستثمار في الأسهم. ولا شكَّ أنّ على المستثمر أن ينظر إلى الاستثمار في الأسهم على أنه استثمارٌ طويلُ الأجل، ويجب عليه الاستمرار في الاستثمار لمدّة خمس سنوات، إن لم يكن أكثر.

٣-٣-١ صناديق الأسهم

كبديل للاستثمار المباشر أو لاستكمال عمليات التملّك المباشرة من الأسهم، يمكن للمستثمر أيضاً الاستفادة من مجموعة كبيرة من صناديق الاستثمار المشتركة في الأسهم أو صناديق الأسهم المرتبطة بالمؤشرات المُتداولة المتوفّرة في السوق. حتى عندما تتوافر لدى المستثمر الموارد المالية اللّازمة لبناء محفظة استثمارية من الاستثمارات المباشرة في حقوق الملكية، من الطبيعي استخدام الصناديق الاستثمارية، مثل صناديق الاستثمار المشتركة أو صناديق المؤشرات المُتداولة في البورصة إذا ما رغب المستثمر في الاستثمار في أسواق معيّنة أو قطاعات متخصِّصة.

هناك مجموعة مذهلة من الصناديق الاستثمارية المُتاحة للاستثمار في الأسهم، ومن المهم فهم أنواع صناديق الأسهم المتوفّرة.

عندما يسعى مدير المحفظة الاستثمارية إلى بناء عنصر الأسهم في المحفظة الاستثمارية، فإنه يُعنى بالتأكّد أن لديه صناديق استثمار من شأنها أن توفّر التنويع بواسطة الاستثمار في أسواق الأوراق الماليّة المختلفة بدرجاتٍ متفاوتة في شتى أنحاء العالم. وعند أخذه هذا في الحسبان، فقد يبدأ المدير بتوزيعٍ للأصول العالمية بحيث يخصِّص نسبةً للأسواق التي يتوقع أن تُنتِج الأداء الذي يسعى إلى تحقيقه وتوفّر التوازن الصحيح بين المخاطر والعوائد لتحقيق أهداف المستثمر أو التفويض الخاص بالصندوق.

تشمل بعض العوامل التي يجب مراعاتها عند بناء عنصر الأسهم في المحفظة الاستثمارية ما يلي:

- من أجل تحديد أيِّ الصناديق مناسبة للاستثمار، مِن الضروري تحديد ما إذا كان الصندوق يستثمر في الأسواق العالمية أو الإقليمية أو في أسواق دولةٍ بمفردها. قد يكون هناك عنصر تضارب إذا كان مدير الاستثمار يتبع تخصيص الأصول العالمية، لكنه في الوقت ذاته يشتري صندوقاً عالمياً، ومع ذلك، لا يملك مدير المحفظة أي سيطرة على الأصول أو التخصيصات الجغرافية، حيث يتم تحديد ذلك من قبل مدير الصندوق.

  يتوقع العميل من مدير محفظته الاستثمارية أن يختار على الأقل توزيع الأصول بما يلبي التوقعات المتفق عليها من حيث المخاطر والمردود، وذلك بخلاف مدير المحفظة الاستثمارية الذي يقوم بإسناد مهمة توزيع الأصول إلى شركة أو صندوق آخر قد لا يلبي توقعات توزيع الأصول الأصلية للعميل.

- بالإضافة إلى النظر في توزيع الأصول العالمية في محفظة استثمارية، يحتاج مدير المحفظة الاستثمارية أيضاً إلى دراسة أي القطاعات المعيّنة من السوق ستحقق الأداء الأفضل بما يتماشى مع الهدف وملف المخاطر الذي تم الاتفاق عليه مع العميل. ومن ثمَ فإنه قد يرغب في هذا المثال، في تخصيص نسبة من المحفظة للاستثمار في السوق البريطاني عبر اختيار الصناديق التي تستثمر في قطاعاتٍ محدّدة، مثل القطاع المصرفي والنفط والصناعات الدوائية والاتّصالات. وبالمثل، فإنه يستطيع تحقيق جزءٍ من تنويع المحفظة بالاستثمار الدولي عن طريق اختيار صندوق يستثمر في أسهم شركات الأدوية العالميّة مثلاً.

- على النقيض من ذلك، واعتماداً على الصناديق المُتاحة للاستثمار، قد يرى المدير أن أفضل طريقة لتخصيص نسبة من المحفظة للاستثمار في الأسواق الأخرى هي عن طريق الاستثمار في صندوقٍ متخصصٍ في ذلك السوق، مثل اليابان، أو في منطقة محدّدة مثل أوروبا أو آسيا.

- وبالإضافة إلى النظر في المناطق الجغرافية وقطاعات السوق المتنوّعة، قد يرغب مدير المحفظة في مراعاة رسملة السوق للأسهم التي ستستثمر فيها الصناديق. لذلك، قد تركز إستراتيجية الاستثمار الخاصة بالصندوق على الأسهم ذات القيمة السوقية الكبيرة أو المتوسطة أو الصغيرة، أو مزيج من هذه الأسهم.

- قد يرغب/يضطر مدير المحفظة أيضًا إلى تضمين موضوعات الاستثمار داخل المحفظة، بحيث يتم تمثيل الصناديق الأخلاقية/المسؤولة/المستدامة، أو تلك المعرضة لمنطقة أو قطاع محدد (على سبيل المثال، الأسواق الناشئة أو صناديق التكنولوجيا).

- بالإضافة إلى التفكير في المنطقة الجغرافية التي يستثمر الصندوق فيها، ينبغي للمدير أيضاً مراعاة ما إذا كان الصندوق الذي يختاره سوف يُدار بإستراتيجية الإدارة النشطة أو السلبية أو كلتيهما.

٣

تُستخدم صناديق الاستثمار على نطاقٍ واسع في المحافظ الاستثمارية من قبل المستثمرين الأفراد والمؤسّسات على حدٍ سواء، وتقدم عدداً من المزايا التي تتفوق بها على الاستثمار المباشر في الأسهم والسندات والعقارات منها:

- تنويع الاستثمار والحدّ بالتالي من المخاطر
- الوصول إلى الخبرات المهنية والاحترافية لمدراء الاستثمار العاملين بدوام كامل
- الفاعلية من حيث التكلفة
- الوصول إلى الأسواق التي لا يمكن الوصول إليها بطريقة أخرى
- حماية المستثمرين الأفراد، حيث أن تلك الصناديق تخضع للتنظيم والرقابة على نحو كبير، طالما أنها تتقيّد بقواعد التوجيه المتعلّق **بصناديق تعهّدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل (UCITS).**

لكن من غير المستغرب أن نجد لهذه الصناديق عيوباً أيضاً يجب أن يكون المستشار المالي ومدير المحفظة الاستثمارية على دراية بها ويراعيها في عملية التخطيط:

- لا يمكن الوصول إلى إدارة الاستثمار المهنيّة بثمنٍ زهيد بالضرورة. فقد تفرض صناديق الاستثمار المشتركة رسوماً أوليةً على الاستثمار وقد تكون هذه الرسوم كبيرة للغاية، وسوف يحتاج الصندوق نفسه إلى تغطية تكاليف التداول والإدارة ورسوم الإدارة السنوية لمدير الصندوق.
- للرسوم تأثيرٌ واضحٌ في الأداء الاستثماري للصندوق إذ تقلّص المردود الذي يحققه. وينبغي على مدير المحفظة الاستثمارية أن يأخذ في الاعتبار هذه الرسوم أثناء عملية صنع القرار. كما يجب عليه تقييم المزايا النسبية للصناديق المشتركة وصناديق المؤشرات المُتداولة في البورصة، التي يمكن أن تنتج المردود نفسه أحياناً وبتكلفةٍ أقل نسبياً. وبالإضافة إلى ذلك، عندما يتم إرسال تقارير عن تقييمات الأداء إلى العميل، فإنه يحتاج إلى معرفة ما إذا كانت تلك التقييمات قد أجريت قبل خصم الرسوم والأجور أم بعد ذلك.
- يتمثّل العامل الرئيس الآخر في أداء مدراء الصندوق. فقد يكون المدى الذي تقع ضمنه عوائد الأموال المُستثمَرة في الأسواق والقطاعات المتماثلة كبيراً للغاية، وبالتالي يجب على المدير إجراء عملية بحث واسعة عند اختيار صندوق يمكن أن ينتج مردوداً متسقاً على المدى الطويل.
- إن العائدات التي تولدها الصناديق المدارة بنشاط ليست مضمونة، الأمر الذي قد يثير التساؤل حول سبب رغبة المستثمر في دفع رسوم أعلى محتملة بدلاً من التحول إلى بديل أقل تكلفة مثل صندوق التتبع، الذي سيعمل وفقًا لمعياره المرجعي.
- وتجدر الإشارة أخيراً إلى أن صناديق الأسهم التي تستثمر في الخارج لا تتحوّط في كثيرٍ من الأحيان ضد مخاطر تقلب سعر الصرف، وبالتالي يتحمل المستثمر مسؤولية هذه المخاطر.

٣-٤ اختيار الصناديق المكوِّنة للمحفظة الاستثمارية

من الأسئلة التي يتكرّر طرحها في عالم الاستثمار السؤال الآتي: هل يُعَدّ الأداء في الماضي دليلاً يمكن الاسترشاد به للتنبؤ بالأداء في المستقبل؟ وهناك طريقة أخرى لصياغة هذا السؤال: ما احتمال أن يبقى أداء الصندوق الذي يتجاوز المتوسط في هذا العام أعلى من المتوسط في العام المقبل؟ إنّ من أعظم الخرافات التي يتناقلها الكثير من مزوِّدي المنتجات من جيل لآخر الفكرة القائلة إنّه كلما كان أداء الصندوق في الماضي أفضل وكلما ارتفع مستوى الرسوم التي يتقاضاها، زادت فرصه في التفوّق على أداء الصناديق النظيرة في المستقبل. ومن الأمور الأخرى التي تنبغي مراعاتها عند التوصية بصندوق ما: المخاطر المرتبطة بالصندوق وما إذا كان الصندوق (المجال والهيكل) مناسباً لتفويض العميل ومستوى رغبته في المخاطرة.

على الرغم من أن الأداء في الماضي يمكن أن يقدم دليلاً أوليًا على مهارة مدير الصندوق وأسلوب الاستثمار والمخاطر التي يتخذها لتوليد هذا الأداء، إلا أنه يجب النظر إليه بحذر حيث يمكن لعدة عوامل أن تؤثر في هذا الأداء، بما في ذلك ما يلي:

- **المصادفة** - احتمال أن يكون ذلك الأداء الجيد نتيجة للحظ وليس المهارة. على سبيل المثال، إذا كانت ظروف السوق مواتية بشكل خاص خلال فترة الأداء الجيد.
- **التغيير** - حتى لو كان الأداء الجيد يعزى إلى المهارة، فإن عدداً قليلاً جداً من مدراء الصناديق الاستثمارية يديرون المحفظة نفسها لمدة طويلة من الزمن. علاوة على ذلك، فإن مهارة المدير، لا سيما قدرته على استغلال إستراتيجية استثمار معينة أو استخدام مجموعة من الإستراتيجيات بالتناوب، نادراً ما تبقى ثابتة في ظروف السوق المتغيرة.

وليس من المدهش إذاً أن يقود هذا الباحثين إلى إجراء عدد هائل من الأبحاث في هذا الصدد. وهناك عدد من وكالات التصنيف المستقلة التي توفر تصنيفات لصناديق الاستثمار (انظر الفصل ٣-٤-١ تالياً)، ومعظمها تقدِّم هذه البيانات مجاناً للمستشارين الماليين. وتستند غالبية هذه التصنيفات على الأداء السابق للصندوق المعدل في ضوء المخاطر، على الرغم من أن بعضها تولي أهمية كبيرة للعوامل النوعية، مثل كيفية إدارة مدير المحفظة للصندوق. لكن حتى تقييم العوامل النوعية لا يوفر سوى مؤشر فقط على نوعية الأداء المحتملة لمدير محفظة معينة عند اعتماد أسلوب استثمار محدّد في ظل ظروف محددة في السوق.

يمكن التوصّل إلى استنتاج بسيط هنا: لا ينبغي أبداً استخدام الأداء في الماضي بوصفه الأساس الوحيد للحكم على مدى ملاءمة صندوق ما أو، في الواقع، الاعتماد عليه بوصفه دليلاً على الأداء المستقبلي. علاوة على ذلك، من نافلة القول إنّ الصناديق التي تفرض رسوماً عالية سوف تنقص من مردود الاستثمار على الفور وسوف تشكّل عبئاً كبيراً على الأداء اللاحق للصندوق.

على الرغم من أنه لا توجد طريقة مضمونة للتحقّق من أن صندوقاً محدَّداً سينجح في تحقيق أداء يفوق المتوسط باستمرار، إلا أنّ مصادر المعلومات الآتية تحسِّن من فرص اختيار الصندوق المتميز الذي يفوق أداؤه المتوسط.

١-٤-٣ تصنيفات الصناديق المستقلة

هناك العديد من وكالات التصنيف المستقلة التي تعطي تصنيفات لصناديق الاستثمار، ومعظمها تقدِّم هذه المعلومات مجَّاناً لمديري المحافظ المالية. وسنستعرض فيما يأتي بعض وكالات التصنيف الرئيسة والمقاربات المختلفة التي تعتمدها.

ليبر (Lipper)

ليبر (Lipper) نظام لتصنيف صناديق الاستثمار يوفِّر وصفاً بسيطاً وواضحاً لنجاح الصندوق في تحقيق أهداف استثمارية معيَّنة، مثل الحفاظ على رأس المال أو تقليص النفقات أو مراكمة الثروة.

وتعتمد تصنيفات ليبر على معادلات رياضيّة تُحلّل أداء صناديق الاستثمار استناداً إلى مجموعةٍ من المقاييس المحددة بوضوح. تجري مقارنة صناديق الاستثمار بنظيراتها، ويُمنَح تصنيف "ليبر ليدر" (Lipper Leader) فقط لتلك الصناديق التي تتميّز فعلاً عن أقرانها.

ويُصنَّف كل صندوقٍ مقابل نظرائه بناءً على أربعة مَقاييس: المردود الكُلّي والمردود المتَّسق والمحافظة على رأس المال والنفقات. كما يوجد مقياس خامس ينطبق على الصناديق في الولايات المتحدة الأمريكية ألا وهو الكفاءة الضريبية. تخضع النقاط التي يحصل عليها الصندوق للتغيير شهرياً وتُحسب على أساس الفترات الزمنية الآتية: ثلاث سنوات وخمس سنوات وعشر سنوات والمدة الإجمالية. وتُحسَب نقاط المدة الإجمالية على أساس المتوسِّط المُرجَّح بالتساوي (equal-weighted average) للمراتب المئوية لكل مقياس على مدار كل هذه الفترات.

ولكُلٍّ مقياس من هذه المقاييس، تُمنح الصناديق التي تصنَّف بين الـ ٢٠٪ الأفضل في كل مجموعة من مجموعات الأقران تصنيف ليبر ليدر (مع تصنيف ٥)، بينما تحصل الصناديق التي تصنَّف ضمن فئة الـ ٢٠٪ التالية على التصنيف ٤، وتلك ضمن الـ ٢٠٪ التالية على التصنيف ٣ والصناديق في الـ ٢٠٪ التي تليها على التصنيف ٢ وفي الـ ٢٠٪ الأخيرة على التصنيف ١.

مورنينج ستار (Morningstar)

غالبًا ما يُطلق على نظام وكالة مورنينج ستار (Morningstar) للتصنيفات اسم تصنيف النجوم، وهو مقياس كمي بحت يعتمد على المعلومات المتعلّقة بالأداء السابق للصندوق، ويقيسه على مقياس يتدرج من نجمة واحدة إلى خمس نجوم. وهناك أيضًا تصنيف مورنينج ستار التحليلي (Morningstar Analyst Rating)، الذي يمنح كلَّ صندوق تصنيفًا ذهبيًّا أو فضيًّا أو برونزيًّا بالاستناد إلى قناعات المحللين بقدرة الصندوق على التفوق على مجموعة نظرائه و / أو المؤشر المعياري ذي الصلة على أساسٍ معدَّل في ضوء المخاطر على مدار دورة سوقية كاملة. ويقيِّم المحللون في وكالة مورنينج ستار الصناديقَ استناداً إلى خمسة أركان رئيسة:

١. **العملية** - ما هي إستراتيجية الصندوق؟ وهل لدى الإدارة ميزة تنافسية تمكّنها من تنفيذ العملية على نحو جيد وبصورة متّسقة ومستمرة مع مرور الوقت؟
٢. **الأداء** - هل نمط أداء الصندوق منطقيّ في ضوء العملية التي ينفِّذها؟ هل كسب الصندوق أتعابه بالإضافة إلى قيمة كبيرة للمردود المعدل في ضوء المخاطر في المدة الزمنية ذات الصلة؟
٣. **الموارد البشرية** - ما تقييم مورنينغستار لمواهب المدير ومدة توليه منصبه وموارده؟
٤. **الشركة الأم** - ما الأولويات التي تسود في الشركة: الوصاية على الاستثمار أم فن البيع؟
٥. **السعر** - هل الصندوق يشكّل عرضاً جيداً من حيث القيمة بالمقارنة مع الصناديق المماثلة التي تباع بواسطة قنوات مماثلة؟

على الرغم من أنّ البعض يولي أهمية كبيرة للعوامل النوعية، من قبيل الطريقة التي يستخدمها مدير المحفظة لإدارة الصندوق. فحتى تقييم العوامل النوعية لا يوفر سوى مؤشر فقط على نوعية الأداء المحتملة لمدير محفظة معينة عند اعتماد أسلوب استثمار محدّد في ظل ظروف السوق المحددة.

وبالرغم من أنّ أياً من وكالات التصنيف هذه لا تزعم أنها تمتلك قدرات تنبُّؤية، لكنّها تسعى إلى توفير أداة بالغة الأهميّة لمديري المحافظ الاستثمارية لاستبعاد صناديق الاستثمار التي تواظب على تحقيق أداء رديء. وفي الواقع، تميل نتائج البحوث إلى التأكيد على أن الصناديق التي تحصل على أحد التصنيفات العالية من قبل واحدة من وكالات التصنيف تحظى بفرصة ٥٠٪ لتحقيق أداء يفوق المتوسط في المستقبل.

٣-٤-٢ قوائم بيانات الصناديق

مع توفر عدد هائل من صناديق الاستثمار في السوق، توفر وكالات التصنيف وسيلة مهمة للتمييز بينها واستبعاد الصناديق غير المرغوبة من أجل الوصول إلى عدد معقول منها بحيث يمكن لمدير المحافظ الاستثمارية مراجعتها لمعرفة ما إذا كانت مناسبة ليوصي بها العميل أم لا. ويجب على المدير بعدئذ الانتقال إلى البحث في تفاصيل هذه الصناديق التي اصطفاها، ويمكن أن يتحقق ذلك باستخدام قوائم بيانات الصناديق المتوافرة بيسر وسهولة.

يشمل محتوى قائمة بيانات الصندوق النموذجية المعلومات الآتية:

- هدف الاستثمار
- ملف الصندوق وتوزيع الأصول
- تكوين المحفظة
- معدل دوران المحفظة
- أداء الصندوق
- مقاييس المخاطرة.

تتزايد أهمية مقاييس المخاطرة في عصرنا الحالي في ظل التقلب المتزايد لأسعار فئات الأصول جميعاً وانخفاض المردود المتوقع في المستقبل. يجب على مدراء الثروات التأكد في المقام الأول من أن مستويات المخاطر المتعلقة بالأوراق المالية تتطابق مع رغبة العميل في المخاطرة؛ حيث تغدو ملاءمة الاستثمار أكثر أهمية من الأداء. لاحظ أيضًا أن الاستثمار المنعزل قد لا يبدو مناسبًا لرغبة العميل في المخاطرة؛ ومع ذلك، عند دمجه مع استثمار آخر مختلف تمامًا عنه، يمكن تحقيق فوائد التنويع (وبالتالي تقليل المخاطر).

يقيّم القسم الخاص بمقاييس المخاطرة الصندوقَ باستخدام مجموعة متنوعة من المقاييس المعيارية في القطاع، وذلك بالاعتماد على بيانات تاريخية تعود لمدة ثلاث سنوات على الأقل. وتُقيّم هذه المقاييس درجة تذبذب أداء الصندوق بالإضافة إلى النظر في المخاطر المعرض لها استناداً إلى معيار معين، وعادة ما تشمل:

- **الانحراف المعياري** (Standard deviation) - يقيس تشتت عوائد الصندوق على مدى عدد من السنين. تُعَدّ الصناديق ذات الانحراف المعياري المرتفع عموماً أكثر مخاطرة، حيث تكون عوائدها أكثر تقلبًا، ما يجعل خطر الخسارة أكبر.
- **معامل التحديد** (آر سكويرد R-squared) - يقيس إلى أي مدى يمكن أن يعزى أداء الصندوق إلى المؤشر المرتبط به. على سبيل المثال، إذا كان الصندوق يحاكي مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ وكانت قيمة معامل التحديد ٨٠٪، فإنّ هذا يشير إلى أن ٨٠٪ من مردود الصندوق يمكن أن يعزى إلى الحركات في المؤشر نفسه. تعتبر قيمة معامل التحديد R-squared البالغة ٧٠٪ (أي ٠,٧) أو أعلى قوية بشكل عام.
- **نسبة المعلومات** (Information ratio) - وهذا مقياس للعائد المعدل في ضوء المخاطر الذي يحققه الصندوق. تشير نسبة المعلومات المرتفعة (أي ٠,٥ وأعلى) إلى أنه عندما يزداد حجم المخاطر التي يتعرض لها الصندوق (بحيث يرتفع انحرافه المعياري)، فإنه يزيد من مقدار تفوق عوائده على عوائد المؤشر المعياري. ولذلك فإن هذه النسبة تعدّ مؤشراً على نجاح مدير الصندوق.
- **نسبة شارب** (Sharpe ratio) – وهي نسبة أبسط، وتقيس العائد على الصندوق فيما يتجاوز المعدل الخالي من المخاطر. كلما ارتفعت نسبة شارب، كان أداء المحفظة المعدل في ضوء المخاطر أفضل وعظم المستوى الضمني لمهارة الإدارة النشطة. لكن نسبة شارب لا تراعي المخاطر الإضافية التي يتحمّلها الصندوق في سبيل تحقيق تلك العوائد المرتفعة. راجع القسم ٥-٤ لمزيد من المعلومات حول نسبة شارب، من بين نسب الأداء الأخرى.

٣-٤-٣ تصنيفات مدراء الصناديق

إلى جانب تقييم الصندوق نفسه، يعتقد عديدٌ من مدراء المحفظة الاستثمارية أنه من المهم أيضاً النظر في التقييم الفردي لمدير الصندوق. وفي حين تُدار بعض الصناديق بمقاربة تقوم على الفريق، نجد لدى سواها مدير الصندوق النجم المسؤول عن مستويات أدائها المرتفعة. ويقوم مديرو الصناديق بانتظام بتبديل الصناديق والوظائف.

تقوم منظمات مثل مورنينج ستار (Morningstar) وسيتي واير (Citywire) بتقييم أداء مديري الصناديق، ومن ثم تنتج تصنيفات لمديري الصناديق لتحديد أولئك الذين لديهم أفضل سجلات أداء معدلة المخاطر على مدى فترة زمنية معينة. وفي القيام بذلك، تقوم هذه المنظمات عادة بتقييم العوامل الكمية (على سبيل المثال، العائدات المعدلة في ضوء المخاطر وخطأ التتبع) والعوامل النوعية (على سبيل المثال، إستراتيجية الاستثمار للمدير والالتزام بالأهداف المعلنة)، بهدف قياس فعالية وملاءمة مديري الصناديق في تقديم القيمة للمستثمرين. وعادة ما تحدد عملية التقييم أوزان هذه العوامل المختلفة، بناءً على أهميتها في توليد أداء مستدام طويل الأجل.

بمجرد تحليل هذه العوامل، يتم بعد ذلك توليد درجات أو تصنيفات مركبة تعكس الجودة الشاملة لأداء مدير الصندوق مقارنة بأقرانه. وغالبًا ما تعمل هذه التصنيفات كأداة قيّمة للمستثمرين الذين يسعون إلى تحديد مديري الصناديق الذين يتمتعون بسجل حافل من تقديم القيمة مع إدارة المخاطر بشكل فعال.

٤-٤-٣ منشورات مجموعات الصناديق

تستغل العديد من مجموعات إدارة الصناديق اليوم الإنترنت لتوفير تفاصيل على مستويات أعمق حول صناديق الاستثمار التي تديرها والآفاق المستقبلية لقطاعات السوق المختلفة. وقد باتت هذه المجموعات تنظّم عروضاً توضيحية على شبكة الإنترنت عن صناديق الاستثمار والأسواق الجديدة أو ترتّب المؤتمرات عبر الإنترنت حيث يجيب مدير الصندوق عن أسئلة المستثمرين حول إستراتيجياته وخططه الاستثمارية.

٥-٤-٣ حجم الصندوق

مع ازدياد حجم الصندوق الذي يدار إدارة نشطة قد يتأثر أداؤه، وذلك اعتمادًا على عمق الأسواق وسيولة الأصول التي يستثمر فيها. على سبيل المثال، لننظر إلى صندوق ذي رأس مال صغير، يستثمر عادةً في شركات ذات رأسمال سوقي أقل قد يكون حجم تداولها وسيولتها أقل مقارنة بأسهم الشركات ذات رأس المال الكبير. وإذا ما قام مدير الصندوق بالتعويض عن هذه الزيادة في حجم الصندوق من خلال الاستثمار في المزيد من الأوراق المالية الأساسية، من أجل التخفيف من خطر التركيز، فقد يكون لديه وقت أقل لإجراء بحث متعمق

ومراقبة كل حيازة من حيازات الصندوق، وقد يحرك السوق ضد الصندوق إذا كان يتاجر بكمية كبيرة من الأسهم. بالمقابل، إذا ظل عدد الأسهم دون تغيير، فقد يخاطر مدير الصندوق بالاحتفاظ بكمية كبيرة في أصل واحد، مما قد يؤدي إلى مشاكل في السيولة عندما يرغب في بيع المركز.

من ناحية أخرى، يمكن للصناديق الكبيرة توزيع تكاليفها على قاعدة أوسع، مستفيدة من وفورات الحجم. ومع زيادة حجم الصندوق، يمكن توزيع التكاليف الثابتة المرتبطة بإدارته على مجموعة أكبر من الأصول. ويمكن أن يؤدي هذا إلى انخفاض نسب النفقات للمستثمرين.

قد تتمكن الصناديق الأكبر حجماً أيضاً من الوصول إلى مجموعة أوسع من فرص الاستثمار. ومع توفر المزيد من الموارد الجوهرية تحت تصرفها، يمكن لمديري الصناديق استكشاف مجموعة متنوعة من فئات الأصول والأسواق والإستراتيجيات التي ربما لا تكون متاحة للصناديق الأصغر حجماً. ويمكن أن يساعد هذا التنوع في تخفيف المخاطر وتعزيز العائدات المحتملة.

قد تتمتع الصناديق الأكبر حجمًا بقوة تفاوضية متزايدة عند التعامل مع السماسرة ومقدمي الخدمات الآخرين - على سبيل المثال، للتفاوض على رسوم أقل لتنفيذ الصفقات، والوصول إلى تقارير الأبحاث، والحصول على خدمات أساسية أخرى. يمتد هذا التأثير إلى ما هو أبعد من الاعتبارات التقليدية، ويمكن أن يشمل اعتبارات مجتمعية وبيئية أوسع؛ ومن خلال الاستفادة من حصص ملكيتهم الكبيرة، يمكن لمديري الصناديق دفع التغيير الإيجابي، ما يعزز في نهاية المطاف القيمة طويلة الأجل للمستثمرين.

يمكن الحصول على البيانات المتعلقة بحجم الصندوق من ورقة حقائق الصندوق، بالإضافة إلى المواقع الإلكترونية والمنصات والمنشورات المالية.

٣-٤-٦ رسوم الصناديق

يتناول الفصل ٤، القسم ١-٢-١ أنواع الرسوم التي قد يفرضها الصندوق.

تترك الرسوم المرتفعة أثراً سلبياً في الأداء المحتمل للصندوق على الفور. فالصناديق النشطة تفرض رسومًا أعلى عمومًا من الصناديق السلبية، في حين تفرض الصناديق المفتوحة رسومًا أعلى عمومًا من الصناديق المغلقة. بالإضافة إلى ذلك، تفرض الصناديق العاملة في مجالات أكثر تخصصًا أو تفرداً في السوق (على سبيل المثال، الأسواق الناشئة، أو صندوق متخصص في قطاع معين) رسومًا أعلى عمومًا من تلك العاملة في قطاعات أوسع وأكثر شيوعًا (على سبيل المثال، FTSE100 أو S&P500).

وبفضل حقيقة أن العديد من الصناديق التي تحاكي المؤشرات لا تفرض الرسوم الأولية أو رسوم الخروج على السواء، تكتسب الآفاق المستقبلية لأدائها ميزة على الفور. وبالمقابل، فإنّ الصناديق التي تحاكي المؤشرات وتربط مكوناتها من الأسهم بمكونات المؤشر الذي تسعى إلى التفوق عليه ربطاً وثيقاً من دون تعديل رسومها، تكاد تضمن للمستثمر أداء أضعف من أداء المؤشر الذي تسعى إلى التفوق عليه.

مع ذلك، ينبغي للمستثمرين أن يدرسوا بعناية أهدافهم المالية وقدرتهم على تحمل المخاطر وأفق الاستثمار قبل الاختيار بين الصناديق النشطة والسلبية. وفي حين تقدم الصناديق السلبية رسومًا أقل غالبًا، وقد تتفوق على الصناديق المدارة بنشاط على المدى الطويل، فإن الإدارة النشطة يمكن أن توفر فرصًا للتفوق في ظروف السوق المحددة أو مع مديرين مهرة. وينبغي للمستثمرين أن يكونوا حذرين من التركيز على الرسوم وحدها، حيث يلعب العديد من العوامل الأخرى أيضًا أدوارًا حاسمة في تحديد نجاح الاستثمار. وفي النهاية، يكمن المفتاح في بناء محفظة استثمارية متنوعة جيدًا تتوافق مع أهداف المستثمر وتفضيلاته.

وعادة ما يتم ذكر تفاصيل رسوم الصندوق في مصادر البيانات نفسها وللجهات التي تنشر معلومات عن أحجام الصناديق.

٤- المخاطر والعوائد

يجب أن يكون مديرو المحافظ الاستثمارية قادرين على فهم الأداء من حيث المخاطر التي يتمّ التعرض لها ومدى الخروج عن أي تفويض أو معيار للمقارنة منصوص عليه. ولا يقتصر الأمر على مجرد السعي لتحقيق ذلك المستوى من الأداء، بل تحقيق مستوى الأداء المتوقع في إطار مستوى المخاطرة التي يرغب بها العميل. هل كوفئ العميل لقبوله تحمل مخاطر الاستثمار، وإلى أي مدى؟

يمكن تبرير المستوى المرتفع من المخاطر طالما أنّ ذلك يترافق مع مستوى مرتفع من الأداء وطالما بقي مستوى المخاطر الفعلية ضمن الحدود التي يقبل بها العميل. وينطبق هذا بالمثل على المستويات المنخفضة من المخاطر وتقلب الأسعار. هل رضي العميل بالمستويات المنخفضة؟ قد تكون إستراتيجية الاستثمار قد حافظت على أصول العميل، لكن هل هذا ما أراده العميل، من حيث مستويات مخاطر أقلّ؟

٤-١ القيمة الزمنيّة للنقود

هدف التعلّم	
٦-١-١	فهم القيمة الزمنية للنقود

كما رأينا في القسم ٥ من الفصل ٥، للنقود قيمة زمنية. وبعبارة أخرى، إنّ الأموال المُودعَة في المصرف اليوم تحقّق للمستثمر معدّل فائدة على طول مدة استثمارها.

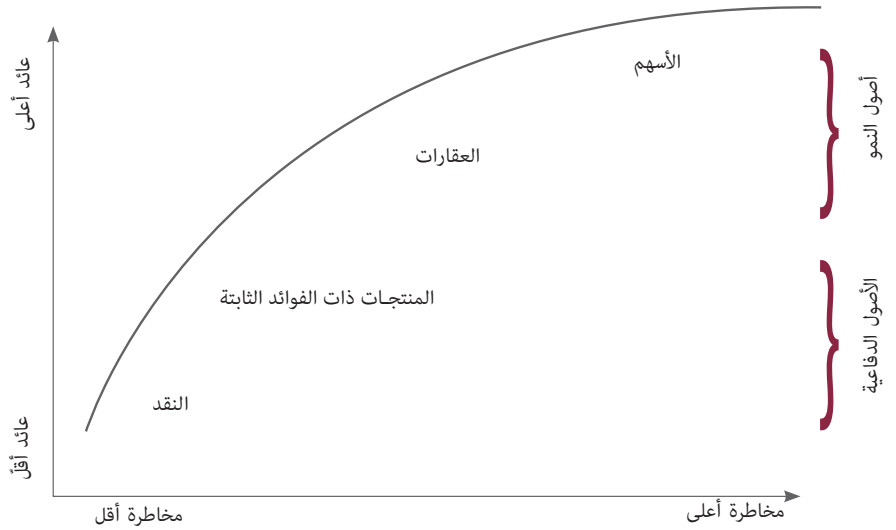
ويمكن أن نفهم القيمة الزمنية بسهولة بالنظر إلى المثال الآتي. إذا كان لدى شخص خيار بين الحصول على ١,٠٠٠ دولار الآن أو في غضون ١٢ شهراً، فسوف يختار بلا شكّ الحصول على المبلغ الآن، لأنه يستطيع استثمار المبلغ وكسب الفوائد على الاستثمار حتى يحصل على مبلغٍ أكبر في غضون هذا العام. إنما يدلُّ هذا على أن للنقود قيمة زمنية، ويمكن جزئياً أن ننظر إلى الفائدة على أنها بمثابة العائد المطلوب من قبل المُقرِض للتعويض عن القيمة الزمنيّة للنقود التي يُقرِضها للمُستدين.

ويقودنا هذا بعدها إلى النظر في ما يسعنا اعتباره على أنه عائد مقبول.

٤-٢ المُعدّلات الخالية من المخاطر (Risk-Free Rates) وعلاوة المخاطرة (Risk Premium)

هدف التعلّم	
٦-١-٢	فهم عوائد الاستثمار المُتباينة من فئات الأصول الرّئيسية المختلفة- مُعدّلات العائِد "الخالي مِن المَخاطر" وعلاوة المخاطرة

إذا ما تابعنا في موضوع قياس الأداء، فمن المنطقي أيضاً تقييم ذلك، مع مراعاة المخاطر الناتجة عن امتلاك الأصول المكوِّنة للصندوق. (ملاحظة: يهدف المخطط إلى عرض اقتراحات توضيحية للمخاطرة والعائد فقط).



الغرض من هذا هو أن نفهم ما إذا كان أداء الصندوق هو نتيجة لأصوله الأساسية والطريقة التي تم بها إنشاؤه، وما إذا كانت درجة المخاطرة كافية لضمان العائد. كما أنه من المهم أن نفهم، فيما يتعلق بالعائد، ما إذا كان الأداء نتيجة فقط لالتزام مدير الصندوق بمعياره المرجعي، وهو ما يمكن الحصول عليه من مقاييس مثل النظر في مقياس المحاكاة ونسبة معامل التحديد (آر سكويرد R-squared) (راجع القسم ٣-٤-٢ من هذا الفصل).

إن المفهوم الكامن وراء المخاطرة هي أنه كلما زادت مخاطر الاستثمار، يجب أن يرتفع مستوى العائد، وذلك لمكافأة المستثمرين لقبولهم تحمل تلك المخاطر. ولكي تكون قادراً على تقييم المستوى اللازم للعائد الإضافي، فإنك بحاجة إلى معيار مرجعي يمكنك الاستناد إليه في عملية التقييم، وهو ما يُعرَف باسم معدل العائد الخالي من المخاطر. تذكّر أنه عادةً ما يتم استخدام العائد على السندات الحكومية قصيرة الأجل أو سندات الخزانة كمعدل عائد خالٍ من المخاطر. (ويُشار إلى المعدّلات الخالية من المخاطر أيضاً بمعدّلات الحدّ الأدنى من المخاطر للتأكيد على أنّها ليست خاليةً من المخاطر تماماً، لكنها توفّر حداً أدنى من العائد يمكن تحقيقه عند القبول بمستويات أدنى من المخاطر).

وإلى جانب مخاطر التخلّف عن سداد الديون، فإنّ السندات الحكومية عرضةً لمخاطر السوق أيضاً- أي أن التغيّرات الحاصلة في أسعار الفائدة عموماً تؤثّر على قيمتها- ولذا تُستخدَم السندات القصيرة الأجل لأن طبيعة سدادها الوشيك يقلّل من تأثير أي تقلبات في أسعار الفائدة عليها.

حين يصبح لديك معدّل خالٍ من المخاطر معياري تستند إليه، يمكنك عندئذٍ المقارنة بين العوائد من الاستثمارات الأخرى استناداً إليه وتقييم ما إذا كان العائد الإضافي يستحقُّ المخاطر الإضافية أم لا. ويشار إلى هذا العائد الإضافي بمصطلح علاوة المخاطرة.

ويمكننا أن نفهم هذا المبدأ عن طريق طرح بعض الأسئلة البسيطة مثل:

- ما العائد الإضافي الذي سيطلبه المستثمر مقابل تعرّضه للمخاطر الإضافيّة الناتجة عن شراء سندات الشركات بدلاً من السندات الحكوميّة المعادلة؟
- ما العائد الإضافي الذي سيطلبه المستثمر مقابل الاستثمار في الأسهم مقارنة بسندات الشركات المكافئة؟
- ما العائد الإضافي الذي سيطلبه المستثمر مقابل الاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة؟

والمعدَّل المستخدَم بوصفه العائد الخالي من المخاطر المعياري قد يتغير بتغيُّر العنصر الذي تجري مقارنته. فبالإضافة إلى المقارنة بين فئات الأصول المختلفة، يمكن أن يُستَخدَم مفهوم العوائد المُعدّلة في ضوء المخاطر هذا للمقارنة بين الاستثمارات المتماثلة. وسنناقش في المثال أدناه مجموعة من العوائد المعيارية الأخرى، نظراً لأنه عند تبني إحدى إستراتيجيات الاستثمار، يكون العميل قد قبِل بمستوى محدّد من المخاطر ولذلك ينبغي على مدير المحفظة أن يحاول على الأقل التفوق على معدل العائد الخالي من المخاطر. فإذا لم يكن ذلك ممكناً، فإن أفضل نصيحة يقدِّمها للعميل هي الاستثمار النقدي أو الاستثمارات ذات الفوائد الثابتة. لكن، وكما ذكرنا سابقاً، تبقى هاتان الفئتان من الأصول عرضة لبعض المخاطر، مثل مخاطر التضخم ومخاطر تغير معدلات الفائدة.

مثال

يمكن لمستثمر شراء صندوق استثمارٍ مشترك هدفه محاكاة أحد المؤشّرات المعروفة، وبالتالي إنتاج عائدٍ أقرب ما يكون إلى أداء ذلك المؤشّر. بدلاً من ذلك، يمكن للمستثمر الاشتراك في صندوق استثمار جماعي يدار بإستراتيجية الإدارة النشطة ويستثمر في الأسواق نفسها.

إذا كان الصندوق المُدار بإستراتيجية الإدارة النشطة ينتج عائداً بنسبة ١٠٪ على مدار عام واحد، فهل يُعَدّ ذلك جيّداً أم سيّئاً أو أنه لا يحدث أيَّ فرق؟ الجواب هو أنّنا بحاجةٍ إلى مقارنة أدائه بأداء كلّ من المؤشّر والصندوق الذي يحاكي المؤشر معاً. لنفرض أن الصندوق الذي يحاكي المؤشر أنتج العائد المُتوقع وأن عائده يطابق عائد المؤشّر. فإذا زاد المؤشّر بنسبة ١٢٪ خلال نفس الفترة على سبيل المثال، سيبدو، في ظاهر الأمر، أداء الصندوق المدار بإستراتيجية الإدارة النشطة ليس جيداً.

غير أنّ تحديد ما إذا كان أداء الصندوق إيجابياً ليس بالأمر السهل، بل يعتمد التقييم على عوامل مختلفة مثل أهداف الصندوق وفلسفة الاستثمار وعملية الاستثمار. على سبيل المثال، إذا كان الصندوق المُدار على نحو نشط يهدف إلى تحقيق عائدات ثابتة ومنخفضة التقلبات على المدى الطويل، فقد يتماشى هذا مع تفضيلات المستثمر الحذر. ولا يسعى جميع العملاء إلى تحقيق عائدات تفوق السوق؛ وبالتالي، قد يكون العائد بنسبة ١٠٪ كافياً بالنسبة إليهم ويكون أكثر ملاءمة من الصندوق الأعلى أداءً.

بدلاً من ذلك، إذا حقق الصندوق المُدار بنشاط عائدًا بنسبة ١٠٪ على مدار العام، وحقق الصندوق المرتبط بالمؤشر عائدًا بنسبة ٩٪، فماذا تكون النتيجة؟ قد يبدو للوهلة الأولى أن الصندوق المدار بإستراتيجية الإدارة النشطة قد حقق نتائج أفضل. ولكن ماذا عن الرسوم؟ فكما ناقشنا بالفعل، تفرض الصناديق المدارة بإستراتيجية الإدارة النشطة رسوماً أعلى على أساس أنها تنطوي على إدارة نشطة وبحوث وخبرة في اختيار الأوراق المالية بهدف التفوق على السوق. وإذا فرض هذا الصندوق المدار بنشاط رسوماً، على سبيل المثال، ١,٢٪ سنوياً، بينما فرض الصندوق المرتبط بالمؤشر ٠,٢٪ فقط سنوياً، فإن أداء الصندوقين يكون متماثلاً فعلياً.

أما إذا استطاع الصندوق المدار بإستراتيجية الإدارة النشطة الحفاظ على تحقيق عوائد أعلى من عوائد الصندوق الذي يحاكي المؤشر بنسبة ٢٪ مثلاً قد يكون من المفيد أن يعهد المستثمر باستثماراته إلى مهارة مدير الصندوق. بعد اقتطاع الرسوم وعلى نحوٍ متَّسقٍ، فلا شك أن من المجدي للمستثمر في هذه الحالة وضع استثماراته في عُهدة مدير الصندوق.

٣-٤ قياس المخاطر

هدف التعلّم

٣-١-٦ فهم كيفيّة قياس المخاطر- التذبذب، أهميّة الانحراف المعياري كمقياس للتذبذب، أهمية بيانات الأداء التاريخية وأوجه قصورها

بالإضافة إلى فهم علاوة المخاطرة التي يحصل عليها المستثمر عند الاستثمار في أصل معين، من المهمّ أيضاً أن نفهم تذبذب العوائد التي يحقّقها ذلك الاستثمار. إن المعلومات التي تنتجها الشركات التي تحلّل أداء الصناديق تشير بانتظام إلى "التذبذب" و"الانحراف المعياري".

يشير مصطلح التذبذب (volatility) إلى التقلّبات في قيمة الورقة المالية، لا سيما عدم التيقّن من حجم أيّ تغيّرات قد تطرأ عليها. يدلّ ارتفاع مستوى التذبذب على أن سعر الورقة المالية يمكن أن يتغيّر فجأة وعلى نحو كبير في غضون مدة زمنيةٍ قصيرةٍ سواء بالاتجاه الصاعد أو الهابط. بينما يدلّ انخفاض مستوى التذبذب على أن قيمة الورقة المالية لا تتغيّر بصورة كبيرة ومفاجئة، بل إنها تتغير بخطىً ثابتة في مدة زمنية معينة. ومن هنا، يُعَدّ التذبذب مقياساً يقيس مدى تقلُّب عوائد الاستثمار حول المتوسط.

ويقاس التذبذب عن طريق الانحراف المعياري لهذه العوائد. يفسح الانحراف المعياري المَجال لقياس هذه التغيّرات في الأسعار لتسهيل المقارنة بين المخاطر المفترضة المتعلقة بالأوراق الماليّة وذلك لمعرفة ما مقدار الارتفاع في التذبذب (أي الخطر) الذي يرضى به المستثمر مقابل الحصول على عوائد أعلى. كمبدأ عام، كلما ارتفع الانحراف المعياري للعوائد، كلما زاد خطر عدم الحصول على العائد المتوقع بسبب عدم اليقين من العائد.

على سبيل المثال، لنفترض أن مستثمراً يفكر في الاستثمار في قطاع من السوق وحدّد اثنين من صناديق الاستثمار المتماثلة، وكلاهما حقق العائد التاريخي نفسه. إذا كان أحد الصندوقين لديه انحراف معياري أكبر بكثير من الآخر، فقد يعني ذلك أن مدير الصندوق قد خاض مخاطر أكبر لتحقيق نفس العائد. من المنطقي أن يختار المستثمر الصندوق الذي لديه انحراف معياري أقل، حيث يمكنه تحقيق نفس العائد دون التعرض لمزيد من عدم اليقين أو التقلب - وهذا ما يشار إليه غالبًا بالمخاطرة (أي خطر عدم تحقيق العائد المتوقع). في الوقت نفسه، مع ذلك، يمكن أن يمثل الاستثمار ذو الانحراف المعياري الأعلى أيضًا فرصة أكبر للتفوق، لذلك هذا ليس بالضرورة عيبًا؛ في النهاية، ستعتمد ملاءمة الاستثمار على أهداف الاستثمار لدى المستثمر وتحمله للمخاطر وما إلى ذلك.

لاحظ أن تعريف شخص ما للمخاطرة قد يختلف عن تعريف شخص آخر، ففي حين قد يعتبر شخص ما "المخاطرة" عدم تحقيق المطلوب، قد تكون بالنسبة إلى شخص آخر هي خطر الخسارة المالية الدائمة، على سبيل المثال.

يفترض الانحراف المعياري عموماً أنّ العوائد تتماشى مع التوزيع الجرسي المعياري. ويُستخدم لقياس التقلب تاريخيًا، ويُظهر بكل بساطة كيف تميل أسعار السوق إلى التجمع حول متوسط - انظر الفصل ٥، القسم ٢-١-٤.

يزوِّدنا كل من مقياس التذبذب والانحراف المعياري بمعلومات عمّا حصل في الماضي، ويمكن استخدام هذه المعلومات للتأثير في الاختيار ما بين الاستثمارات المُتنافِسة ومع ذلك، يجب أن نتذكر أن الأدلة التاريخية ليست دليلاً للأداء المستقبلي. لاحظ أيضاً أن الانحراف المعياري لا يقيّم الانقسام بين اتجاهي الصعود والهبوط من حيثُ درجة المخاطرة.

خلاصة الانحراف المعياري (SD)

يطبَّق الانحراف المعياري (Standard Deviation) على المعدل السنوي لعائد الاستثمار لقياس تذبذب عوائد الاستثمار. ويشار إلى الانحراف المعياري أيضاً على أنه مستوى التذبذب التاريخي ويستخدم من قبل المستثمرين بوصفه مقياساً لمقدار التذبذب المتوقع. وكلما ارتفعت قيمة الانحراف المعياري، زادت مخاطر الاستثمار، لأن ذلك يؤدي إلى مزيد من عدم اليقين.

والانحراف المعياري مقياس إحصائي يسلط الضوء على التذبذب التاريخي. فعلى سبيل المثال، يكون الانحراف المعياري عالياً بالنسبة للسهم المتذبذب في حين أن الانحراف المعياري لأسهم الشركات الكبرى المستقرة يرجح أن يكون أقل. وإنّ وجود درجة عالية من التشتت مؤشرٌ يدل على مدى انحراف العائد على الصندوق عن العوائد الطبيعية المتوقعة.

أثر التذبذب على العوائد

يدرك العديد من المستثمرين أن سوق الأسهم مكانٌ متذبذب لاستثمار أموالهم. لكن هذا التذبذب نفسه يدرّ أيضاً العوائد السوقية التي يرغب فيها المستثمرون.

ومن الطرق الأخرى لقياس التذبذب تكون بأن تأخذ المدى المتوسط لكل مدة زمنية، من القيمة الدنيا للسعر إلى قيمة السعر العليا. ويعبر عن هذا المدى عندئذ على أنه نسبة مئوية لبداية المدة الزمنية. والتقلبات الأكبر في السعر التي تحدث مدىً أكبر للسعر تؤدِّي إلى مستوى أعلى من التذبذب، بينما يؤدي انخفاض مدى السعر إلى انخفاض التذبذب.

التذبذب وأداء السوق

هناك علاقة قوية بين التذبذب وأداء السوق. يميل التذبذب إلى الانخفاض مع صعود سوق الأسهم ويميل إلى الارتفاع مع هبوط سوق الأسهم. وعندما يزداد التذبذب، تزداد المخاطر وتنخفض العوائد.

تقييم مستوى التذبذب الحالي في سوق الأسهم

من الطرق المتبعة لتقييم مستوى التذبذب استخدام مؤشر التذبذب (فيكس VIX) في بورصة شيكاغو لعقود الخيارات (CBOE). يقيس مؤشر فيكس التقلبات الضمنية (Implied Volatility IV) في أسعار سلة من خيارات الشراء والبيع المدرجة على مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠. ويُستخدم هذا المؤشر بوصفه أداة لقياس توتر المستثمرين وميلهم إلى تجنب مخاطر الهبوط أو التحوط منها.

- فالقراءة المرتفعة على المؤشر تشير إلى ارتفاع مستوى التذبذب في سوق الأسهم. ويتلاءم هذا المستوى المرتفع من التذبذب أيضاً مع قيعان سوق الأسهم.

- تشير القراءات المنخفضة على مؤشر فيكس إلى فترات التذبذب المنخفض. وقد تستمر فترات التذبذب المنخفض لعدة سنوات وهي ليست ملائمة لتحديد القمم في السوق.

إنّ الهدف من مؤشر فيكس السعي إلى توقع حركة السوق في المستقبل، حيث يقيس مستوى التذبذب المتوقع في السوق على مدى الثلاثين يوماً القادمة.

٤-٤ مقاييس المخاطر والعائد

هدف التعلّم

٤-١-٦ فهم عملية قياس العائد الإجمالي وأهمية معامل بيتا ومعامل ألفا

كما ذكرنا سابقًا، يشير العائد الإجمالي إلى النمو في القيمة الرأسمالية للاستثمار أو المحفظة، بالإضافة إلى أي دخل جرى الحصول عليه على مدى فترة زمنية. فعلى سبيل المثال، يتكوّن العائد الإجمالي للمستثمر الذي يستثمر في الأسهم من أي أرباح أو خسائر ناتجة عن تحركات سعر السهم بالإضافة إلى توزيعات أرباح الأسهم التي استلمها.

عند النظر في العائد الإجمالي من الصندوق، يصادف المستشار المالي مصطلحين آخرين هما بيتا و**ألفا** عند النظر في تقارير أداء الصندوق، وهنا أيضاً لا بدّ من فهم معنى هذين المصطلحين واستخداماتهما.

معامل بيتا (β)هو مقياس لمتوسّط الحساسية التاريخية لعوائد الصندوق مقارنة بالسوق الأوسع:

- β = ١: أي نفس مستوى المخاطر مثل السوق الإجمالي، لذلك من المتوقع أن تتحرك بما يتماشى مع السوق الإجمالي.
- ٠ ≤ β < ١: يعني أن الورقة المالية تنطوي على مخاطر أقل، لذلك من المتوقع أن تتحرك في نفس اتجاه السوق، ولكن بمقدار أقل.
- β > ١: يعني مخاطر أكبر من السوق الإجمالي، لذلك من المتوقع أن تتحرك في نفس الاتجاه، ولكن بمقدار أكبر.
- β = ٠: يعني غير مرتبط بالسوق، لذا لا توجد علاقة واضحة بين الاثنين.

وبالتالي، فإن فهم قيمة بيتا الصندوق يعطي مؤشراً عن جودة الأداء المتوقع للصندوق في ظروف سوقية معينة. وعند ربط معامل بيتا بدرجة استعداد العميل للمخاطرة، تصبح أهميته أكثر وضوحًا. فالصندوق الذي تكون قيمة بيتا له عالية قد يكون غير مناسب للمستثمر الذي يتجنب المخاطر، في حين أن الصندوق الذي تماشت حركته تاريخياً مع تقلبات السوق أو تصرَّف بطريقة دفاعية قد يكون أكثر ملاءمة لهذا المستثمر.

يستخدم معامل ألفا (α) عند النظر في أداء الصندوق أو المحفظة، ويشير إلى مدى أيِّ تفوّقٍ حققه في الأداء مقارنةً بالمؤشّر المعياري المرتبط به. فإذا لم يكن الصندوق يحقق الأداء الاستثماري المطلوب، سوف يسعى مدير الصندوق جاهداً إلى "تحسين ألفا" الصندوق - أي تحسين الأداء أو تحقيق بعض التفوّق بواسطة تغيير تركيبة الصندوق. وإذا حدث هذا، فمن المهمّ أن نفهم المخاطر الإضافيّة التي سيتعرض لها الصندوق، أو بيتا الصندوق، حتى يتسنّى لمدير المحفظة الاستثمارية الحكم على ما إذا كان الصندوق ما يزال مُناسباً للعميل أم لا. يشار إلى ألفا غالباً على أنها القيمة المضافة من قبل مدير الصندوق، أو العائد الناتج من عملية انتقاء الأسهم (تحليل فاما).

تحليل فاما للعائد الإجمالي

ينطوي هذا على تجزئة العائد الإجمالي إلى مكونات متعددة، ووضع قائمة بمدى كفاءة أداء مدير الصندوق من حيث المخاطرة والعائد:

١. العائد من الأصول الخالية من المخاطر
٢. ما العائد الذي قد يتوقعه العميل بناءً على مستوى المخاطر الذي قبِل به (العائد على مخاطرة العميل)
٣. العائد من التوقيت الأمثل للاستثمار (قيمة بيتا التي اختارها مدير الصندوق بالاستثمار في السوق)
٤. العائد من الانتقائية (العائد من الانتقاء الفاعل للأوراق المالية).

٤-٥ تنويع المخاطر

يرتبط تخطيط محفظة الاستثمارات والتنويع بصورة أساسية بالسعي إلى إزالة بعض المخاطر المتأصّلة الناتجة عن امتلاك محفظة من الاستثمارات.

يحبِّذ المستثمرون عموماً تجنّب المخاطر غير الضرورية في محافظهم الاستثمارية بواسطة امتلاك نسبٍ ملائمة من كل فئةٍ من فئات الاستثمار. وكلما كان المستثمر أكثر تحفُّظاً، امتلك نسبةً أكبر من السندات وأدوات سوق النقد ذات المخاطر المنخفضة. ومن الأرجح أن تؤدّي هذه الاستثمارات الأقلّ مخاطرة إلى إنتاج عوائد أقل لكنها أكثر قابلية للتنبؤ وسوف يحتفظ المستثمر الأكثر جرأة والذي يمكنه الاستمرار في الاستثمار على المدى الطويل (أي خمس سنوات أو أكثر) بنسبة أكبر من الاستثمارات المتوسّطة والعالية المخاطر، وذلك لأن المخاطر المرتفعة تعني ارتفاع احتمال حصوله على عوائد أعلى. بالإضافة إلى ذلك، إذا افترضنا للحظة أن المخاطر تكافئ التذبذب، يمكن القول عندها إنّ المستثمر الذي يرغب بمستوى أقل من المخاطر سيرغب أيضاً في امتلاك محفظة ينخفض مستوى تذبذب عوائدها.

ويتوقّف اختيار الاستثمارات في الأساس على موقف المستثمر من المخاطرة وحقيقة أن هناك مفاضلة بين المخاطر والعوائد. لكن يمكن للتنويع التخلص من بعض مخاطر الاستثمار العامة من دون الحاجة إلى التخلص من الاستثمارات العالية المخاطر كلها من المحفظة. فعلى سبيل المثال، قد تحتوي محفظة المستثمر على استثمارات في أسهم عالية المخاطر، لكن، عندما يقوم المستثمر بتنويع المحفظة، أي عندما يضيف إليها مجموعةً أوسع من أسهم الشركات، تضمحلُّ المخاطر، وذلك لأن الخسائر غير المتوقعة التي قد تنتج عن أحد الاستثمارات تعوِّضها الأرباح غير المتوقّعة الناتجة عن استثمار آخر.

لكن لا يمكن للتنويع إزالة المخاطر كافّة. فهناك بعض الأمور، مثل الأخبار الاقتصادية، التي تميل إلى التأثير على السوق بصورة عامّة. كما رأينا في القسم ١-١ من هذا الفصل، هناك نوعان من المخاطر: المخاطر المنتظمة التي تؤثر في السوق الأوسع، وبالتالي لا يمكن تنويعها، والمخاطر غير المنتظمة التي تتعلق باستثمارات محددة أو فردية، وبالتالي يمكن تنويعها من خلال الاحتفاظ بعدد كبير من الأوراق المالية العاملة ضمن قطاعات صناعية مختلفة. وتُعرف المخاطر التي يمكن إزالتها بالمخاطر المحدّدة أو غير المنتظمة، بينما تُدعى المخاطر التي لا يمكن إزالتها عن طريق التنويع بمصطلح مخاطر السوق أو المخاطر المنتظمة.

لكن لا يمكن تطبيق التنويع الفعال من دون فهمٍ وتقديرٍ لمفهومي الارتباط (correlation) والتغاير (covariance) اللذين تحدثنا عنهما في الفصل ٥، القسم ٤-٢.

يتحقّق التنويع والحدّ من المخاطر بواسطة مزج الأصول التي لم تتحرك عوائدها بخطى متلازمة تماماً، أو التي لا ترتبط عوائدها بصورة إيجابية تماماً، مع بعضها البعض. كما رأينا في القسم ١-١ من هذا الفصل، تنصُّ نظرية المحفظة الحديثة (MPT) على على أنه بواسطة الجمع بين الأوراق المالية في محفظةٍ متنوّعة، تصبح المخاطر الإجمالية أقلّ من المخاطر المتأصّلة في الاحتفاظ بأيّ ورقة مالية فردية، ما يقلّل من تشتّت مجموع عوائدها المستقبليّة. ولكلّ فئةٍ من فئات الأصول مستوى مختلف للغاية من المخاطر والعوائد، ولكل فئةٍ من فئات الأصول مستوى من الترابط مع الفئات الأخرى. ويمكن للمستثمرين استخدام هذه الفروق في الأداء للنظر في احتمال تحقيق استثماراتهم لأهدافهم المرغوبة مع مراعاة استعدادهم للمجازفة. هذا ومن الممكن تقليص الفروق بين أداء الاستثمارات بمرور الوقت، وذلك بواسطة توزيع الاستثمارات عبر فئات أصولٍ مختلفةٍ.

تتحقق أفضل فوائد التنويع بين أصلين عندما يكون الارتباط صفرًا، لأن هذا يعني أن عائداتهما تتحرك بشكل مستقل عن واحدهما الآخر. عندما تكون العائدات مرتبطة بشكل سلبي تمامًا، فإن العائدات على أحد الأصول ستعوض العائدات على الآخر، ما يؤدي إلى عائد إجمالي صافٍ صفري. إنّ وجود ارتباط إيجابي (أي عندما تتحرّك عوائد الأوراق الماليّة في الاتّجاه نفسه وبالتلازم مع بعضها البعض)، الحالة الوحيدة التي لا يمكن فيها الوصول إلى فوائد التنويع.

ويمكن أن نستخلص الاستنتاجات الآتية:

- على الرغم من إمكانية وجود معامل ارتباط واحد لمجموعتين من الأوراق المالية المختلفة، فقد تكون قيمة التغاير لكل مجموعة منهما مختلفة، وذلك بسبب الاختلافات في الانحرافات المعياريّة الفردية للأوراق المالية المكوّنة للمزيج.
- ليس ضرورياً أن يكون معامل التغاير للورقة المالية ذات الانحراف المعياري الكبير مع الأوراق المالية الأخرى مرتفعاً، فإذا كان معامل ارتباطها بالأسهم الأخرى في المحفظة منخفضاً، فإنّ إدراجها في المحفظة قد يُقلّل من مخاطر المحفظة الكلية على الرغم من الانحراف المعياري الكبير لهذه الورقة.
- ينبغي أن تحتوي المحافظ التي تهدف إلى تقليل المخاطر إلى الحد الأدنى على أوراقٍ ماليةٍ يوجد بينها ارتباط سلبي قدر الإمكان كما يجب أن تكون الانحرافات المعيارية لهذه الأوراق مُنخفضة لتقليل التغاير إلى الحد الأدنى.

٥- قياس الأداء

عند بناء محفظة العميل، من الضروري أن نفهم أهدافه الاستثمارية ودرجة استعداده للمخاطرة ووضعه الضريبي لضمان أن تكون الاستثمارات الموصى بها مناسبة له وتلبي توقّعاته في كيفية إدارة المحفظة.

يُعَدّ رد الفعل المحتمل للعميل تجاه تذبذب عوائده جزءاً مهماً من عملية تحديد استعداده للمخاطرة. فكلما ازداد شعور العميل بالقلق إزاء الحفاظ على القيم الرأسمالية، مال تكوين محفظته نحو الأصول الأقل مخاطرة مثل السندات والودائع النقدية. أما إذا كان العميل أقل حرصاً على ذلك، فيزداد توجه المحفظة نحو الأسهم والأصول الأخرى التي تنطوي على مخاطر أكبر.

عند استعراض محفظة العميل، فإنه سوف يكون مهتماً بالعائد بعد خصم الضرائب. وفي ظل تفاوت معدلات الضريبة المفروضة على الدخل ورأس المال، فقد أصبح هذا عاملاً مهماً في بناء المحفظة. وحتى ضمن فئات الأصول، قد يؤثّر هذا على ما إذا كان يتعين على المدير الاستثمار في الأدوات المباشرة أو الجماعية.

كما يساعد تحديد نسبة المخاطر/ العائد في تحديد توزيع الأسهم مقابل السندات وفئات الأصول الأخرى في المحفظة. وقد يتم تضمين الأصول البديلة في المحفظة إذا كان ذلك قد يوفر فرصاً للتنويع، حيث قد تكون العوائد غير مرتبطة بفئات الأصول التقليدية (الأسهم والسندات والنقد)، وإذا كان العميل يشعر بالارتياح إزاء سيولتها النسبية.

من المهم أن تتوافر للمستثمرين والأطراف المعنية الأخرى القدرة على مراقبة أداء المحفظة أو الصندوق من أجل تقييم النتائج التي حققها مدير المحفظة الاستثمارية. وسوف نتطرق في هذا القسم إلى استخدام المعايير المرجعية لمقارنة الأداء إلى جانب آليات قياس الأداء وتحليل النتائج.

١-٥ نقاط المقارنة المرجعية لقياس أداء المحفظة

هدف التعلّم	
١-٤-٦	فهم كيفية استخدام نقاط المقارنة المرجعية لقياس الأداء

بمجرد إنشاء المحفظة، يجب على مدير المحفظة والعميل الاتفاق على نقطة مقارنة مرجعية واقعية لمقارنة أداء المحفظة والحكم عليه. يعتمد اختيار نقطة المقارنة أو معيار المقارنة المرجعي على التقسيم الدقيق للأصول المعتمد في المحفظة حيث يجب أن يتوافق مع درجة استعداد العميل لتحمل المخاطر والعوائد المتوقعة للمحفظة. عند استخدام مؤشر من المؤشرات، فإنه ينبغي أن يمثّل بديلاً عملياً للاستثمار يناسب المحفظة التي تم إنشاؤها.

ونادراً ما يقاس أداء محفظة بالقيم المطلقة، بل يقاس نسبياً بالرجوع إلى نقطة المقارنة المرجعية (معيار المقارنة المرجعي) المحددة سلفاً وإلى مجموعة من المحافظ المقارنة. بالإضافة إلى ذلك، يتم تقييم المحافظ التي تحاكي المؤشرات استناداً إلى حجم خطأ المحاكاة، أو إلى أيّ مدى استطاعت المحفظة محاكاة المؤشر الذي تم اختياره. ينشأ الخطأ في المحاكاة إما من قصور أداء المحفظة عن مجاراة أداء المؤشر أو من تفوق أدائها على أدائه.

يجب أن يتّفق مدير المحفظة والعميل على معدل تواتر مراجعة المحفظة، ليس فقط من أجل مراقبة أداء المحفظة فحسب بل ومن أجل ضمان أنها ما تزال تفي بأهداف العميل وأنها في المركز الصحيح في ضوء الظروف السائدة في السوق.

الطرق الرئيسة التي يُقيَّم بها أداء المحفظة:

- **المقارنة مع مؤشر سوق السندات أو الأسهم ذي الصلة** - توفر مقارنة المؤشر بيانًا واضحًا عمّا إذا كانت عوائد المحفظة تتجاوز عوائد مؤشر سوق السندات أو الأسهم المستخدم كعائد مرجعي. بالإضافة إلى مؤشرات سوق الأسهم الرئيسة التي تُشاهد عمومًا، جرى على مر السنين إنشاء عديد من المؤشرات الفرعية التي تسمح بإجراء مقارنة دقيقة.
- **المقارنة بصناديق مماثلة أو مقارنة بمجالٍ استثماري ذي صلة** - يمكن أيضاً قياس عوائد الاستثمار استناداً إلى أداء مدراء الصناديق الأخرى أو المحافظ التي تتبنى الأهداف الاستثمارية والقيود نفسها. ويشار إلى المجموعة المكوّنة من محافظ استثمارية متشابهة بالإنجليزية بمصطلح "investment universe" ويعني "المجال الاستثماري ذي الصلة".

- **المقارنة مع نقطة مقارنة مرجعية مصمَّمة خصيصاً لمحفظة عميل** - في كثير من الأحيان يتم تطوير نقاط المقارنة المرجعية المصمَّمة خصيصاً للصناديق ذات الأهداف الاستثمارية أو القيود الفريدة من نوعها. عندما تغطي المحفظة عدداً من فئات الأصول، قد تحتاج إلى مؤشر مركَّب يبنى عن طريق اختيار مجموعة من المؤشرات ذات الصلة ومن ثم ضرب وزن كل فئة من فئات الأصول للوصول إلى عائد مركب.

٥-١-١ مؤشرات سوق الأوراق المالية

تستخدم مؤشرات سوق الأوراق المالية للأغراض الآتية:

- **العمل بوصفها مقياساً للسوق** - توفّر معظم مؤشرات الأسهم سجلاً شاملاً لحركة الأسعار التاريخية، وهي بالتالي فإنها تسهِّل تقييم الاتجاهات السائدة في السوق. وعند رسم حركات الأسعار هذه بيانياً، فإنها قد تغدو محط اهتمام المحللين الفنيين والمستثمرين بإستراتيجية الاتجاه السائد (الزخم) في السوق (momentum investors)، وذلك لأنها تساعد في اختيار توقيت عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها، أو ما يسمى التوقيت الأمثل للاستثمار.
- **المساعدة في قياس الأداء** - يمكن أن تستخدم معظم مؤشرات الأسهم بوصفها نقاط مقارنة مرجعية للحكم على أداء المحفظة عبر مقارنته بأداء المحافظ المختلفة.
- **العمل بوصفها أساساً للصناديق التي تحاكي المؤشرات، وصناديق المؤشرات المتداولة في البورصة (ETFs) والمشتقات المالية المرتبطة بالمؤشرات وغيرها من المنتجات ذات الصلة بالمؤشرات.**
- **دعم أبحاث إدارة المحافظ والمساعدة في صنع القرارات المتعلقة بتوزيع الأصول في المحفظة.**

توجد أنواع مختلفة من المؤشرات في السوق، منها:

- **المؤشر المرجّح بالسعر** - المؤشرات التي تبنى على افتراض وجود عدد متساوٍ من الأسهم الموجودة في كل من مكوّنات المؤشر. لكن، لمّا كانت هذه الملكيّات المتساوية توزّن وفقاً لسعر السهم لكلّ مكوّن من مكوّنات المؤشر، يكون للمكونات ذات سعر السهم المرتفع مقارنةً بالمكونات الأخرى تأثيرٌ أكبر على قيمة المؤشر. ويتم احتساب المؤشر عن طريق احتساب مجموع أسعار الأسهم في كل مكوِّن من مكوِّناته ومقارنة هذا المجموع الكلي بالمجموع في الفترة المقارنة. يصعب تبرير هذه المؤشرات وتفسيرها، أمّا أشهرها فهو **مؤشّر داو جونز الصناعي (DJIA)**.
- **المؤشر المرجّح بالقيمة السوقية** - في هذه المؤشرات، تُعطى الشركات الأكبر تُعطى وزناً نسبياً أكبر في المؤشر لأن وزن كل شركة يعتمد على قيمتها السوقية. وقد بُني مؤشر فوتسي ١٠٠ على أساس الترجيح بالقيمة السوقية. تعتمد أغلب المؤشرات الرئيسة في العالم على القيمة السوقية المرجحة، مثل مؤشر فوتسي ١٠٠ (FTSE100) ومؤشرات فوتسي لجميع الأسهم المدرجة (FTSE All-Share)، ومؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ (S&P500) ومؤشرات ستاندرد آند بورز الأخرى، ومؤشرات مورغان ستانلي كابيتال إنترناشيونال (Morgan Stanley Capital International MSCI). ويُطلق عليها أيضًا اسم المؤشر المرجح برأس المال السوقي.
- **المؤشر المرجّح بالأوزان المتساوية** - في بعض الأسواق، يمكن أن يكون لكبرى الشركات وزنٌ كبير على نحو لا يتناسب مع باقي مكوِّنات المؤشر، وبالتالي فإن المؤشر المبنيّ على أساس القيمة السوقية يمكن أن يعطي انطباعاً مضلّلاً. يفترض المؤشر المرجّح بالأوزان المتساوية استثمار مقادير متساوية في كل سهم من المؤشر. ويسمى أيضًا بالمؤشر غير المرجح.
- **المؤشر المسقوف (Capped)** – نوع من أنواع مؤشرات السوق يحتوي على حدٍّ أقصى لوزن أي ورقة مالية مفردة، وبذلك فإنه يضع حداً أعلى (سقفاً) لنسبة الوزن النسبي لكل مكوّن من مكوّنات المؤشر يتحدَّد وفقاً لقيمته السوقية.
- **المؤشر المرجّح بالقيم الجوهرية** - نوع من أنواع مؤشرات الأسهم حيث يتم اختيار مكوناته بناءً على معايير تتعلق بقيمتها الأساسية بدلاً من القيمة السوقية. ويمكن أن يستند هذا النوع من المؤشرات إلى مقاييس أساسية مثل الإيرادات أو توزيعات أرباح الأسهم أو المكاسب أو القيمة الدفترية.

٥-١-٢ نقاط المقارنة المرجعية المركبة

كما ذكرنا في القسم ٥-١، يتم غالباً تطوير نقاط مقارنة مرجعية مصمّمة خصيصاً للصناديق ذات الأهداف الاستثمارية أو القيود الفريدة من نوعها.

في المحافظ التي تشمل عديداً من فئات الأصول المختلفة، قد نحتاج إلى بناء مؤشر مركب من خلال تحديد مجموعة من المؤشرات ذات الصلة ومن ثم مضاعفة كل فئة من فئات الأصول بوزن معيّن للوصول إلى عائد مركّب.

ومثال على ذلك هو مؤشرات المستثمرين من القطاع الخاص التي تستحدثها رابطة إدارة الاستثمارات والمشورة المالية الشخصية (Personal Investment Management & Financial Advice Association PIMFA) ومقرّها المملكة المتحدة، وهي جمعية تجارية رائدة للشركات التي تقدم خدمة إدارة الاستثمارات وتوفّر المشورة المالية. يتم استحداث مؤشرات المستثمرين من القطاع الخاص الصادرة عن رابطة إدارة الثروات (Wealth Management Association WMA) بالتعاون مع شركة "إم إس سي آي" (مورغان ستانلي كابيتال إنترناشيونال MSCI)، وهي أحد أبرز مزودي المؤشرات في العالم وتستند إلى خمس من محافظ الأصول المتعدّدة المخاطر والعوائد التي تعكس إستراتيجيات الاستثمار الطويلة الأجل وأداء مدراء الثروات البريطانيين الذين يستثمرون لصالح عملائهم.

٢-٥ قياس أداء المحفظة

هدف التعلّم

٦-٤-٣ فهم مصطلحي معدَّل العائد المرجَّح بالنقد ومعدَّل العائد المرجَّح بالزمن

لا شك في أنّ إعداد تقارير عن أداء المحفظة أو الصندوق المشترك يُعَدّ أمراً ضرورياً، حيث يستخدم مديرو المحفظة الاستثمارية النتائج لمقارنة الأداء استناداً إلى المعيار المرجعي وأداء الصناديق المنافسة. ونتيجة لذلك، توجد معايير دولية بشأن الطرق التي ينبغي استخدامها لاحتساب العوائد وتقديمها للعملاء تُعرف باسم معايير أداء الاستثمار العالمية (Global Investment Performance Standards GIPS)، هي مجموعةٌ من المعايير التنظيميّة لتقديم معلوماتٍ عن أداء الاستثمار وضَعَها معهد المحللين الماليين المُعتمدين (CFA) في عام ١٩٩٩ وذلك بهدف استحداث طرق أخلاقية وعالمية وعلى مستوى القطاع المالي ككلّ لإبلاغ العملاء المحتملين بنتائج الاستثمار.

توجد طرق أخرى تُستخدَم لقياس أداء المحفظة:

١. عائد (مدة) الاحتفاظ بالسند (HPR) - ويشار إليه أحياناً بالعائد الإجمالي.
٢. **معدل العائد المرجّح بالنقد (MWRR).**
٣. **معدل العائد المرجّح بالزمن (TWRR).**

١-٢-٥ عائد الاحتفاظ بالسند (HPR)

يقيس العائد الإجمالي ببساطة مدى ارتفاع قيمة المحفظة طيلة مدة زمنية معينة ويُعبَّر عنه بالنسبة المئوية. ويُحسب على النحو التالي:

عائد الاحتفاظ بالسند = (السعر المستلم عند الاستحقاق – السعر الذي تم شراؤه) / السعر الذي تم شراؤه

وعيب هذا المقياس أنه لا يراعي توقيت التدفقات النقدية الداخلة إلى الصندوق والخارجة منه، ولذلك فإنه ليس مقياساً مفيداً بوجه خاص بالنسبة إلى معظم صناديق الاستثمار، إذ يُستخدم عوضاً عنه معدل العائد المرجّح بالنقد ومعدل العائد المرجّح بالزمن.

٢-٢-٥ معدل العائد المرجّح بالنقد

يُستخدَم معدل العائد المرجح بالنقد (Money-Weighted Rate of Return MWRR) لقياس أداء الصندوق الذي شهد إضافة ودائع وسحوبات نقدية في المدة التي يجري قياسها. ويشار إليه أيضاً بمصطلح **معدل العائد الداخلي (Internal Rate of Return IRR)** للصندوق. يُستخدَم معدل العائد المرجّح بالنقد لاحتساب العائد على المحفظة بوصفه يساوي مجموع:

- الفرق في قيمة المحفظة في نهاية المدة الزمنية وقيمة المحفظة في بدايتها، مضافاً إليه
- أي توزيعات للدخل أو رأس المال من المحفظة في غضون تلك المدة.

ومن العيوب الرئيسة لهذه الطريقة هو أن حساب العائد عبارة عن عملية تكرارية وبالتالي تتطلب وقتاً أطول من الطرق الأخرى.

٣-٢-٥ معدل العائد المرجّح بالزمن

يزيل معدل العائد المرجّح بالزمن (Time-Weighted Rate of Return TWRR) تأثير التدفقات النقدية على العملية الحسابية لمعدل العائد عن طريق تقسيم المدة الزمنية للاستثمار إلى مجموعة من الفترات الفرعية. تبدأ فترة جديدة من هذه الفترات الفرعية كلما سُجلت حركة لرأس المال إلى داخل الصندوق أو خارجه. ومباشرة قبل هذه النقطة، يجب الحصول على تقييم المحفظة للتأكد من أن معدل العائد ليس مشوّهاً بسبب حجم التدفقات النقدية وتوقيتها.

يتم احتساب معدل العائد المرجّح بالزمن (TWRR) بواسطة تركيب معدل العائد لكل مدة فرعية فردية، مع تطبيق وزن متساوٍ لكل فترة فرعية في العملية. ويُعرف هذا باسم "أداء الصندوق الموحَّد".

في كثير من الحالات، تكون الاختلافات بين معدل العائد المرجّح بالنقد ومعدل العائد المرجّح بالزمن صغيرة نسبياً، لكن في ظروف معينة يمكن أن تظهر اختلافات كبيرة. ونتيجة لذلك، يستخدم معدل العائد المرجّح بالزمن على نطاق أوسع.

٣-٥ إسناد الأداء

هدف التعلّم

٦-٤-٢ معرفة تقنيات إسناد الأداء شائعة الاستخدام

٣

يرغب المستثمرون في تقييم العوائد التي حققها مدير الصندوق لتحديد أي من عناصر الإستراتيجية التي استخدمها مسؤولٌ عن النتائج، أي المقدار من حيث نقاط أو نسب المقارنة المرجعية والأسباب التي أدّت إلى ظهور تلك النتائج. وتُعرف هذه العملية باسم "إسناد الأداء"، وغايتها معرفة العوامل التي أضافت القيمة وتلك التي أنقصتها.

يحاول تحليل إسناد الأداء أن يفسّر الأسباب الكامنة وراء إنتاج المحفظة لعائد محدّد، وذلك عن طريق تجزئة الأداء إلى عناصره الأساسية وإسناد النتائج بناءً على القرارات التي اتخذها مدير الصندوق من حيث:

- توزيع الأصول
- اختيار القطاعات
- اختيار الأوراق المالية.

وسوف ندرس سبل إسناد الأداء عن طريق المثال أدناه.

مثال

لنفترض أن لصندوق استثمار قيمة ٢٠ مليون دولار أمريكي في بداية المدة الزمنية المدروسة وقد قُدِّر بقيمة ١٨,٧٥ مليون دولار أمريكي في نهاية تلك المدة، حيث أنتج عائداً سلبياً بنسبة ٦,٢٥٪. كان توزيع أصول الصندوق على النحو الآتي: ٧٥٪ في الأسهم و٢٥٪ في السندات بينما كان توزيع الأصول في المؤشر المقارن المرجعي: ٥٠٪ في الأسهم و٥٠٪ في السندات. في هذه المدة الزمنية، أنتجت الأسهم عائداً سلبياً بنسبة ١٠٪ والسندات عائداً سلبياً بنسبة ٥٪.

تتمثّل الخطوة الأولى في تحديد التفوق أو القصور المطلق في أداء الصندوق بالمقارنة مع المؤشر المقارن المرجعي، بالنظر إلى إحصائيات الصندوق والمؤشر المقارن المرجعي المذكورة أعلاه.

مثال

١. أداء الصندوق بالمقارنة مع أداء المؤشر المقارن المرجعي

باستخدام الأرقام الواردة أعلاه، يمكننا تحديد أداء المؤشر المرجعي على النحو الآتي:

المؤشر المقارن المرجعي	توزيع الأصول	القيمة عند بداية المدة	العائد	القيمة عند نهاية المدة
الأسهم	٥٠٪	١٠ مليون دولار	-١٠٪	٩,٠ مليون دولار
السندات	٥٠٪	١٠ مليون دولار	-٥٪	٩,٥ مليون دولار
المجموع		٢٠ مليون دولار		١٨,٥ مليون دولار

وبما أن قيمة الصندوق الفعلية ١٨,٧٥ مليون دولار أمريكي، فقد تفوّق على أداء المؤشر بقيمة ٠,٢٥ مليون دولار (أي، ١٨,٧٥ مليون دولار - ١٨,٥ مليون دولار). وخطوتنا التالية تكون باحتساب التفوّق أو القصور المطلق في أداء الصندوق بالمقارنة مع المؤشر المرجعي المسنَد إلى توزيع الأصول.

٢. أداء الصندوق المُسنَد إلى توزيع الأصول

يتم احتساب مساهمة توزيع الأصول في عائد الصندوق بواسطة تطبيق المعادلة المشار إليها أعلاه على كلّ من أوزان الأسهم والسندات الحكومية في الصندوق وعلى عوائد المؤشر المقارن المرجعي. وقد وضّحنا عوائد المعيار المرجعي سابقاً، أما عوائد الصندوق فهي على النحو الآتي:

المؤشر المقارن المرجعي	توزيع الأصول	القيمة عند بداية المدة	العوائد	القيمة عند نهاية المدة
الأسهم	٧٥٪	١٥ مليون دولار	-١٠٪	١٣,٥ مليون دولار
السندات	٢٥٪	٥ مليون دولار	-٥٪	٤,٧٥ مليون دولار
المجموع		٢٠ مليون دولار		١٨,٢٥ مليون دولار

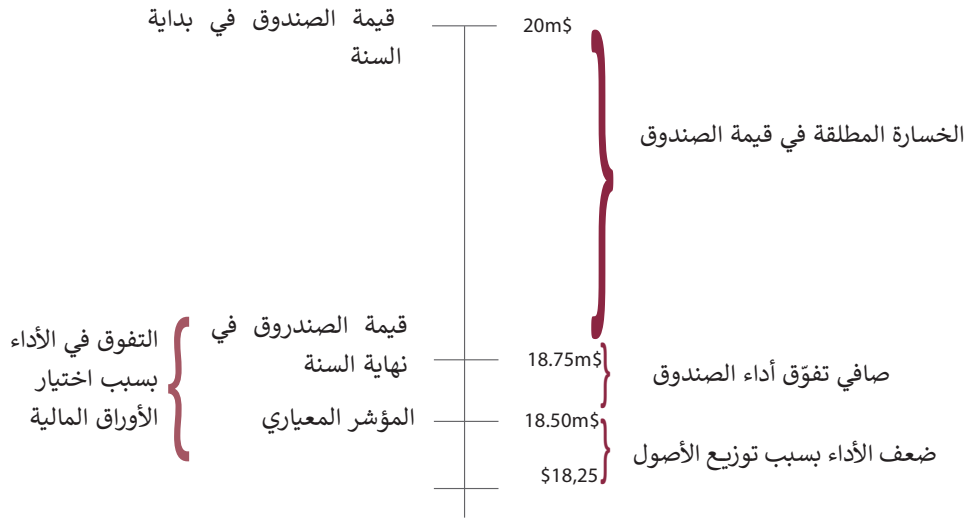
وبذلك يكون سوء توزيع الأصول في الصندوق قد تسبب في تخلُّف أدائه عن أداء المؤشر المقارن بقيمة ٠,٢٥ مليون دولار أمريكي.

وبذلك نكون قد وصلنا إلى المرحلة النهائية ألا وهي النظر في الأثر الناتج عن اختيار الأسهم.

٣. تأثير اختيار الأوراق المالية

تساوي قيمة الصندوق في نهاية المدة تساوي ١٨,٧٥ مليون دولار أمريكي، في حين أن قيمة الصندوق المسندة إلى توزيع الأصول تساوي ١٨,٢٥ مليون دولار أمريكي. وبالتالي، أضاف الاختيار الجيد للأوراق المالية ٠,٥ مليون دولار أمريكي إلى الأداء.

وتتلخّص مخرجات إسناد الأداء هذا في الرسم البياني أدناه.



بعد بناء المحفظة، من المهم مراقبتها والنظر إلى إسناد الأداء (كيف ولماذا اختلفت المحفظة عن المؤشر المقارن المرجعي)، حيث يمكن أن يوضح ذلك أماكن الانحيازات والمخاطر غير المقصودة في المحفظة. لاحظ وجود نوعين من إسناد الأوراق المالية:

١. الإسناد الرجعي (أي بالاستناد إلى ما حدث في الماضي)
٢. الإسناد الاستشرافي (التنبؤ بالمستقبل) لاكتشاف أين تقع المخاطر في المستقبل.

٤-٥ نسب الأداء (Performance Ratios)

هدف التعلّم

٤-٤-٦ معرفة مفهوم قياس العوائد باستخدام: نسبة شارب؛ نسبة سورتينو؛ نسبة ترينور؛ الحدّ الأقصى للخسارة

بعد أن حكمنا على أداء المحفظة، بقي علينا أن نقارن أداءها بأداء السوق ككل أو بأداء المحافظ الأخرى. وهذه وظيفة مقاييس الأداء المعدلة في ضوء المخاطر.

توجد مجموعة متنوعة من المقاييس المعيارية الخاصة بالقطاع المالي التي توفر تفاصيل عن تذبذب عوائد أي صندوق مشترك، كما تُعَدّ مؤشراً على مخاطره بالاستناد إلى نقطة مقارنة مرجعية معينة. وباختصار، نوجز في ما يلي المقاييس التي تطرّقنا إليها سابقاً في القسم ٣-٤-٢ من هذا الفصل:

- يقيس الانحراف المعياري تشتّت عوائد الصندوق، ويُحسب غالباً لمدة ٣ سنوات. وتُعَدّ الصناديق ذات الانحراف المعياري الأعلى أكثر مخاطرة عموماً.
- يقيس معامل التحديد آر سكويرد (R-squared) إلى أي درجة يمكن أن يعزى أداء الصندوق إلى المؤشر المستخدم بوصفه معياراً مرجعياً لمقارنة الأداء.

نسبة شارب

يمكن أن تساعدك نسبة شارب في تحديد أي من فئات الأصول سوف تقدّم العوائد الأعلى عند مراعاة المخاطر المرتبطة بها. وقد وضعها الأكاديمي الحائز على جائزة نوبل وليم شارب William Sharpe.

والمعادلة موضحة كما يلي. فكلما ارتفعت النسبة، ارتفع مستوى مهارة الإدارة النشطة.

نسبة شارب = : $\frac{(R_p - R_f)}{\sigma}$ أو $\frac{\text{العائد على المحفظة- العائد الخالي من المخاطر}}{\text{الانحراف المعياري للمحفظة}}$

حيث:

- RP = العائد على المحفظة الاستثمارية
- RF = العائد الخالي من المخاطر
- σ = الانحراف المعياري للمحفظة

هكذا تقيس نسبة شارب عدد وحدات العائد الزائدة التي يمكن للمستثمر تحقيقها على معدل العائد الخالي من المخاطر لكل وحدة من المخاطر التي يتحملها. وكلما ارتفعت نسبة شارب، كان أداء الاستثمار المعدل حسب المخاطر أفضل.

وتهدف نسبة شارب إلى الكشف عن مدى كفاءة أداء المحفظة الاستثمارية بالمقارنة مع استثمار خالٍ من المخاطر، مثل الوديعة النقدية في البنك. حيث يُكافأ المستثمر فقط عند تحقيق عائد تفوق قيمته معدل العائد الخالي من المخاطر. ويمكن باستخدام نسبة شارب احتساب إما العائد المتوقّع أو الفعلي على الاستثمار لمحفظة استثمارية (أو حتى استثمار واحدٍ) حيث يخصم عائد الاستثمار الخالي من المخاطر على الاستثمار، ومن ثم يقسم العدد الناتج على الانحراف المعياري (إجمالي المخاطر) للمحفظة الاستثمارية.

نسبة سورتينو Sortino Ratio

نسبة سورتينو مشابهة لنسبة شارب، غير أنها تستخدم الانحراف المعياري للعوائد السلبية (العوائد ما دون الحد الأدنى المقبول للعائد) بدلاً من الانحراف المعياري في المقام وتستخدم العائد الأدنى المقبول على أنه المعدل الخالي من المخاطر (MAR). وهي تفرّق بين التقلبات الضارة والتقلبات الكلية الإجمالية باستخدام انحراف الأصول المعياري للعوائد السلبية، الذي يُطلق عليه تسمية الانحراف السلبي. وفي الوقت الذي يُستخدم معدل خال من المخاطر عموماً "كالمتوسط ناقص الحدّ الأدنى المقبول للعائد"، يمكن للمحللين أيضاً استخدام العائد المتوقع في الحساب.

$$\text{نسبة سورتينو} = \frac{\text{المتوسط - الحد الأدنى المقبول للعائد}}{\text{الانحراف المعياري للعوائد السلبية}}$$

نسبة ترينور Treynor Ratio

تُعَدّ نسبة ترينور كذلك مقياساً للعوائد الإضافية المكتسبة التي تزيد على العوائد التي كان من الممكن تحقيقها عن طريق استثمار خالٍ من المخاطر. وهي تتبع نهجًا مشابهًا لنسبة شارب، ولكنها تُحسب لمحفظة متنوعة جيدًا. وهناك فرق رئيس آخر بين المقياسين وهو أن نسبة ترينور تستخدم بيتا، أو مخاطر السوق، لقياس التذبذب بدلاً من استخدام المخاطر الإجمالية (الانحراف المعياري). وبالتالي، يُطلق على هذه النسبة أحيانًا نسبة المكافأة إلى التذبذب، لأنها تربط العائد الزائد عن المعدل الخالي من المخاطر بالمخاطر الإضافية التي يتم تحملها كما يتم قياسها بواسطة بيتا للصندوق أو المحفظة.

يتم حساب نسبة ترينور على النحو التالي:

$$\text{نسبة ترينور} = \frac{\text{(متوسط عائد المحفظة - متوسط عائد لبمعدّل الخالي من المخاطر)}}{\text{بيتا المحفظة}}$$

تحاول هذه النسبة قياس مدى نجاح الاستثمار في توفير تعويض يقابل مستوى المخاطر المتأصل في الاستثمار. عندما تكون قيمة نسبة ترينور مرتفعة، فهذا مؤشر على أن المستثمر قد حقق أرباحاً عالية مقابل كل مخاطرة جازف بها. وبفضل هذه النسبة، يمكن فهم جودة أداء كل عملية استثمار داخل المحفظة الاستثمارية. كما أنها تعطي المستثمر فكرة عن مدى كفاءة استخدام رأس المال.

الحدّ الأقصى للخسائر

يمثّل معيار "الحد الأقصى للخسائر" أقصى حدّ للخسارة من أعلى نقطة (ذروة) إلى أدنى قاع ومن ثمّ إلى نقطة الذروة مرة أخرى. ثمّة العديد من الأسباب التي تؤدي إلى الهبوط، بما في ذلك الضغوط في السوق، أو إعادة سداد جزء من الأرباح غير المحققة بعد زيادة كبيرة في حقوق الملكية أو لمجرد سوء التداول. بيد أنه من المهم، من المنظور الكمي، تحليل الأسباب التي أدت إلى حدوث انهيار محدّد وعدم استثناء أي صندوق استناداً إلى أرقام مطلقة فحسب.

أسئلة نهاية الفصل

فكّر في إجابة عن كل سؤال من الأسئلة الآتية ثم عد إلى القسم المناسب للتأكد من صحة إجابتك.

١. **كيف يمكن أن تدار المخاطر غير المنتظمة؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-١

٢. **ما العائد المتوقع الذي يطلبه المستثمر على أحد الأصول وفقاً لنظرية تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٣

٣. **ما المقصود بانحياز "الارتكاز إلى نقاط مرجعية" في علم التمويل السلوكي؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٦-١

٤. **ما الفرق بين استثمار القيمة واستثمار النمو بسعر معقول (GARP)؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢-١-٣

٥. **ما هو تحصين السند؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢-٣

٦. **ما المقصود بالمحفظة المتدرّجة أو تحصين السند**
مرجع الإجابة: القسم ٣-١

٧. **ما المخاطر الثلاثة المرتبطة بامتلاك الأسهم**
مرجع الإجابة: القسم ٣-٣

٨. **اذكر خمس معلومات ينبغي أن تعثر عليها في ملخص بيانات الصندوق**
مرجع الإجابة: القسم ٣-٤-٢

٩. **ما المقصود بالتذبذب وكيف يختلف عن المخاطرة**
مرجع الإجابة: القسم ٤-٣

١٠. **ما الفرق بين إسناد المحفظة وأداء المحفظة**
مرجع الإجابة: القسمان ٥-٢ و٥-٣

الفصل السابع

المشورة الاستثمارية

١.	تقديم المشورة للعملاء	٢٥١
٢.	تصنيف درجة تحمل المخاطر الاستثمارية	٢٦٢
٣.	الإستراتيجية والأهداف الاستثمارية	٢٦٦
٤.	التوصيات الاستثمارية	٢٧٢
٥.	المراجعة	٢٨٠
٦.	رسوم إدارة الاستثمار	٢٨١
٧.	النظام الضريبي	٢٨٢

يتضمن هذا الفصل قرابة ٢١ سؤالاً من أصل ١٠٠ سؤال من أسئلة الاختبار

١- تقديم المشورة للعملاء

سنشرح في هذا القسم الإطار العام لتقديم المشورة المالية للعملاء.

١-١ تصنيف العملاء

هدف التعلّم

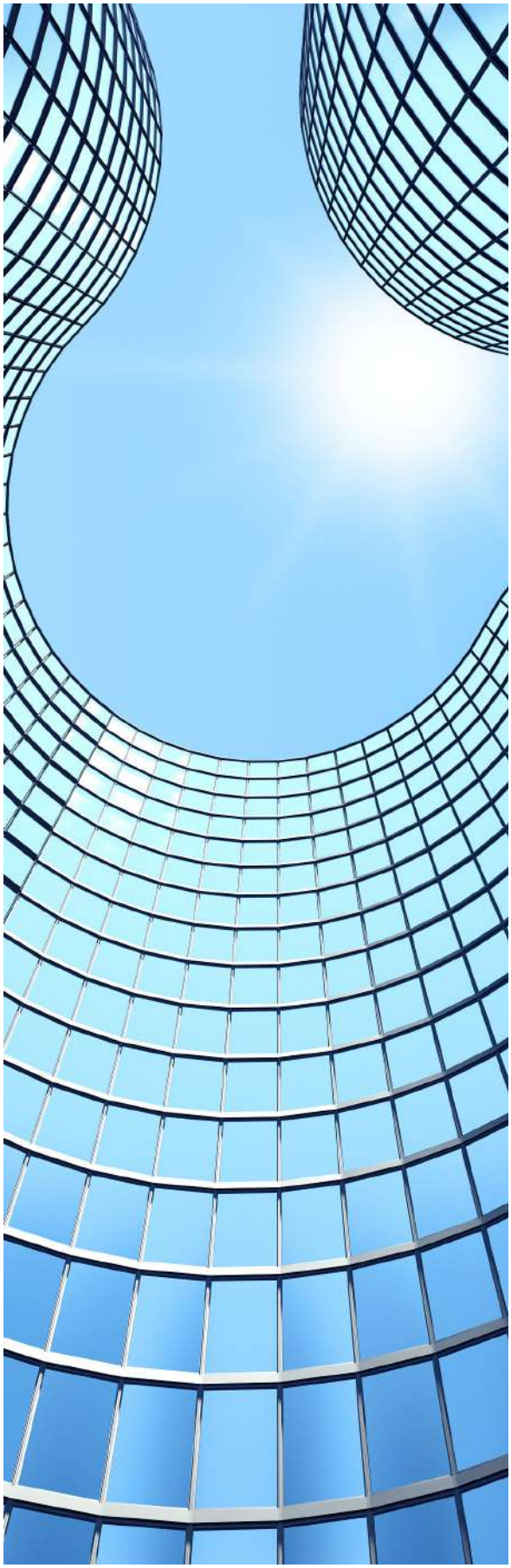
١-١-٧ معرفة الأساليب المقبولة عمومًا لتصنيف عملاء الاستثمار في فئات مختلفة

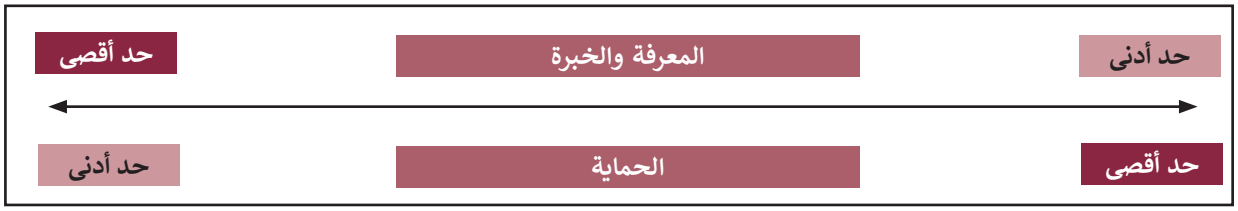
تميِّز القواعدُ التنظيمية في معظم دول العالم بين أنواعٍ مختلفة من العملاء. تتطلب إحدى هذه القواعد من الشركات تصنيف العملاء وتُستخدم تصنيفات العملاء الناتجة لوضع قواعدَ مختلفةٍ لكلٍّ منها، وتوفير مستويات متنوعة من الحماية للعملاء.

تتراوح المنتجات والخدمات المتوافرة لعملاء شركات الخدمات المالية من الخدمات المباشرة التي يسهُل فهمها وتناسب معظم الأشخاص إلى الخدمات التي تنطوي على درجة عالية من التعقيد والمصمَّمة ليستخدمها المستثمرون من ذوي الخبرة. ولذلك، فإن الدافع وراء تصنيف العملاء في فئات مختلفة هو حماية المستثمرين العاديين ممن قد لا يملكون المعرفة والخبرة الكافيتين لإجراء تقييم مناسب لمدى ملاءمة المنتج الاستثماري لحاجاتهم، والحكم على ما إذا كان متفقًا مع أهدافهم الاستثمارية وظروفهم المالية. وبفضل هذه التصنيفات يمكن أيضًا وضع قواعد وأساليب خاصة بالمستثمرين ذوي الخبرة الذين لا يحتاجون إلى مثل هذه الحماية.

تتنوع التسميات التي تُطلق على فئات العملاء المختلفة عبر أنحاء العالم، لكن معظمها يميِّز بين "المستثمرين الأفراد" العاديين الذين يحتاجون إلى أعلى مستويات الحماية والمستثمرين "غير الأفراد" مثل المستثمرين ذوي الخبرة والمستثمرين المؤسسيين والشركات المالية.

وباختصار، يمكن القول إنَّ المنهج المستخدم في تصنيف العملاء تقوم على توفير أقصى درجات الحماية للأشخاص الذين تتوافر لديهم أدنى درجات الخبرة والمعرفة، كما هو موضَّح في الرسم البياني أدناه:





تُؤثِّر هذه التصنيفات أيضًا في أنواع الخدمات والمنتجات المتاحة للعملاء، إذ تقتصرُ الخدمات والمنتجات الأكثر تعقيدًا والأعلى مخاطرةً على العملاء المصنَّفين في فئةِ العملاء المحترفين أو المؤسسيين.

ينبغي على مدير الاستثمار أن يحدِّد التصنيف المناسب للعميل في مطلع العلاقة معه، وأن يبقي هذا التصنيف قيد المراجعة. ومن الممكن في بعض الأحيان تحديدُ فئة العميل بالنسبة لجميع الخدمات التي تقدمها الشركة، أو بالنسبة لعملية تداول معينة أو خدمة محدَّدة أو منتج محدَّد فقط.

في بعض الدول، يجوزُ للعميل الفرد أن يطلب تصنيفه في فئةِ العملاء المحترفين إذا استوفى متطلبات معينة حُدّدت بموجب اللوائح، في ما يتعلق بخبرتهم الاستثمارية ومعرفتهم المالية ووضعهم المالي. وينبغي أن يكون مدير الاستثمار قادرًا على شرح التداعيات المترتبة على تغيير الفئة التنظيمية التي صُنِّف العميل ضمنها إذا كان ذلك الخيار متاحًا واستوفى العميل المعايير التنظيمية المطلوبة.

٢-١ التصرف بما يحقِّق المصلحة العليا للعميل

هدف التعلّم	
٢-١-٧	معرفة ما المقصود بمبدأ "التصرف بما يحقِّق المصلحة العليا للعميل" وما الآثار المترتِّبة على هذه القاعدة بالنسبة للمستشار المالي

يحتلُّ المستشارُ المالي مكانةً خاصة عند التعامل مع عملائه؛ نظرًا لأن العميل يعتمد على خبرة المستشار ونزاهته عند تقديم المشورة. وينطبق ذلك بوجهٍ خاص على العملاء الأفراد الذين يعتمدون على المشورة الشخصية، ويمكن أن يتعرضوا لخسائرَ كبيرةٍ إذا كانت تلك المشورة تتعارض مع مصالح العميل، أو لم تكن عالية الجودة.

تُوصف هذه العلاقة بين المستشار والعميل بأنها علاقةٌ ائتمانية في عديد من الولايات القضائية، وحتى إذا لم يكن هذا المصطلح مستخدمًا في بلدك، فالمبدأ الأساسي الذي يقوم عليه مألوفٌ هناك بلا ريب. إنَّ علاقةً كهذه تنطوي على قيام شخصٍ بوضعِ ثقتِه كاملةً في شخصٍ آخر (والاعتماد عليه، أو التأثُّر به) يترتَّب عليه واجب التصرف لصالح الشخص الأول. وعندما يؤدِّي ذلك الشخص الأخير مسؤولياته، يجب أن يكون صريحًا وعادلًا تمامًا، وأن يتصرَّف بنزاهة، وبما يحقّق مصلحة العميل العليا.

مثال

في الولايات المتحدة، أوجد "قانون التصرف بما يحقِّق المصلحة العليا للعميل" معيارًا لسلوك التجار- الوسطاء في أثناء تقديم التوصيات للعملاء الأفراد:

"عند تقديم توصيات من هذا القبيل لعميل فرد، يجب أن تتصرَّف على النحو الذي يحقِّق المصلحة العليا لذلك العميل الفرد في وقت تقديم التوصية، وألّا تُفضِّل مصالحك المالية أو غيرها على مصالح العميل الفرد".

ومن ثَم يمكن تعريف "التصرف بما يحقِّق المصلحة العليا للعميل" على أنه التصرُّف بأمانة وإنصاف ومهنية على نحوٍ يخدمُ المصلحةَ العليا للعميل. ومن هنا، تقع على عاتق المستشار مسؤولياتٌ كثيرة منها:

- التصرُّف بأقصى درجات حسن النية لصالح العميل.
- عدم استغلال الثقة التي وضعها العميل في المستشار لتحقيق الربح.
- تجنُّب وضع نفسه في موقف تتعارض فيه مصالحه الخاصة مع واجبه تجاه العميل.
- الامتناع عن إساءة استخدام المعلومات السرية المتعلّقة بالعميل لتحقيق مصالح شخصية أو لصالح الغير من دون الحصول على موافقة العميل، وذلك بعد إطلاعه على كافة المعلومات ذات الصلة لتمكينه من اتخاذ قرار مدروس.

لا تشمل هذه القائمة جميعَ المسؤوليات الائتمانية الملقاة على عاتق المستشار المالي، ولكنها تعطي فكرةً جيدة فقط عن السلوك المتوقَّع من المستشار.

يمكن أن يتجلَّى التصرُّف بما يحقِّق المصلحة العليا للعميل بأشكال عدة، بدءًا من حرص المستشار المالي على جمع معلومات كافية لتمكينه من تقديم المشورة للعميل على نحوٍ مناسب، ومرورًا باختيار الاستثمارات الملائمة لاحتياجات العميل، وانتهاءً بتنفيذ المعاملات. إنَّ هذا الواجب يملي على المستشار المالي أن يتصرَّف من منطلق تفضيل مصالح العميل على مصالحه الشخصية ومصالح الشركة التي يعمل فيها.

في الآونة الأخيرة، عكفت دولٌ كثيرة على إصلاحات مهمة لعملية تقديم المشورة المالية، فرضت بموجبها على المستشارين واجب تفضيل مصالح العميل عند تقديم المشورة للعملاء الأفراد.

٣-١ عملية تقديم المشورة المالية

هدف التعلّم

٧-١-٣ معرفة العوامل التي يجب مراعاتها عند تقديم المشورة المالية: مبدأ "اعرف عميلك" ومبدأ ملاءمة التوصيات اللذين ترتكز عليهما العلاقة الائتمانية؛ طبيعة العلاقة مع العميل، وضرورة الحفاظ على سرية المعلومات، والثقة، وحماية العميل؛ المعلومات المطلوبة من العملاء وسُبل الحصول عليها؛ المعلومات عن الشركة أو المستشار المالي؛ مراقبة ظروف العميل ومراجعتها؛ المتطلبات الإضافية اللازمة عند تقديم المشورة للعملاء الأفراد عن المنتجات غير الخاضعة للتنظيم

٧-٢-١ معرفة المراحل الرئيسة في تخطيط الاستثمار وتحديد أهداف الاستثمار والإستراتيجية

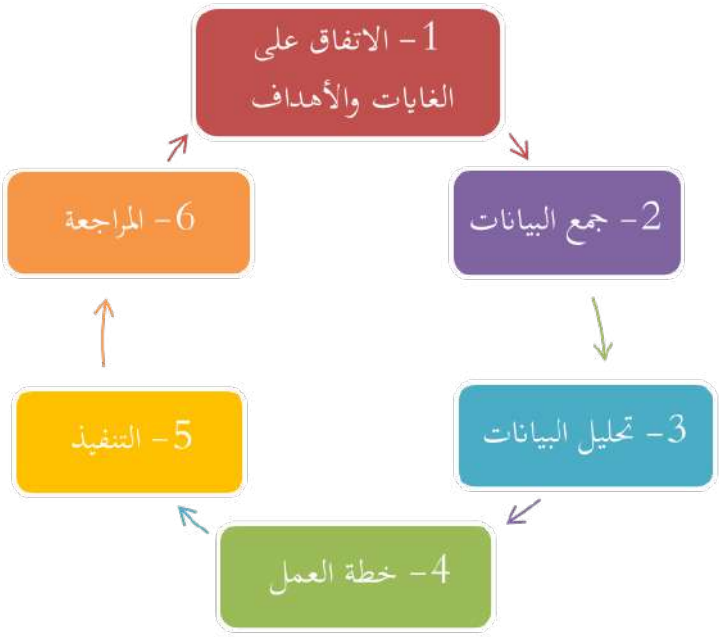
٧-٢-٣ معرفة أغراض ومزايا وقيود استخدام الاستبيانات والمقابلات لاستخلاص معلومات العملاء

٧-٢-٤ معرفة العوامل والموارد والقيود الرئيسة التي تشكل الظروف المالية الحالية والمرغوبة للعميل: جمع المعلومات المناسبة ذات الصلة بالدخل الحالي والمتوقع والنفقات والديون والمدخرات؛ النظر في آفاق الوقت والتوازن النسبي بين النمو والدخل؛ التمييز بين ما هو ضروري وما هو مرغوب فيه، وتحديد الأولويات وفقًا لذلك؛ الاتفاق على أهداف استثمارية واضحة وقابلة للتنفيذ ومرتبة حسب الأولوية

١-٣-١ عملية تقديم المشورة المالية

يمكن تقسيم عملية تقديم المشورة المالية إلى عدد من المراحل المميزة. يعرّف مجلس معايير التخطيط المالي (FPSB) الخطوات المتضمنة في عملية التخطيط المالي على أنها عملية تتضمن ست خطوات على الأقل تشكل دورة مستمرة كما هو موضح في الرسم البياني الآتي:

التخطيط المالي في ستّ خطوات



المصدر: مجلس معايير التخطيط المالي

في هذا القسم والأقسام التالية، سننظر إلى:

- إقامة علاقة مع العميل ومعرفة تفاصيل وضعه المالي ومتطلباته.
- تحديد درجة الاستعداد للمخاطرة الخاص بالعميل.
- تحليل الوضع المالي للعميل وأصوله وتدفقاته النقدية في ضوء المتطلبات ودرجة استعداده للمخاطرة.
- صياغة إستراتيجية استثمارية لتلبية أهداف العميل مع الأخذ في الاعتبار عوامل مثل الأفق الزمني والسيولة والضرائب وأي قيود على العميل.
- تنفيذ الإستراتيجية من خلال اختيار المنتجات المناسبة أو بناء محفظة استثمارية.
- إذا تم الاتفاق مع العميل، يُعاد النظر بشكل دوري في أهداف العميل ومراجعة الإستراتيجية والمنتجات المتبعة لضمان استمرارها في تلبية احتياجات العميل.

٢-٣-١ إقامة العلاقات مع العملاء

المرحلة الأولى من عملية التخطيط المالي تكون لإقامة المستشار علاقة مع العميل. ويشمل هذا:

- تحديد احتياجات العميل ومعرفة ما إذا كانت تندرج ضمن نطاق الخدمات التي تقدمها الشركة وما إذا كان لدى المستشار المهارات والقدرات والكفاءات والتراخيص اللازمة.
- شرح الخدمات التي يمكن للشركة أن تقدمها ومخطط للعملية، بالإضافة إلى الإفصاحات التنظيمية المطلوبة.
- تحديد ما إذا كانت الشركة قادرة على تلبية حاجات العميل، وإذا ما كانت قادرة، هل هناك حاجة إلى المشورة من متخصصين آخرين (مثل المحامين أو خبراء الضرائب).

يتمثل دور المستشار في بناء علاقة مع العميل تسمح له بتحديد المعلومات اللازمة بطريقة منظمة لتقديم المشورة السليمة وإرشاد العميل خلال الخيارات التي تواجهه. والمفتاح لهذه العملية هو قدرة المستشار على التواصل. تنفق معظم الشركات المالية قدرًا كبيرًا من الوقت والمال على تدريب مستشاريها على تقنيات التواصل. وتشمل التقنيات التي تحتاج إلى الصقل ما يلي:

- إقامة علاقة طيبة مع العميل.
- توضيح الغرض من الاجتماع في وقت مبكر.
- توضيح أن عملية جمع المعلومات تهدف إلى ضمان جودة النصيحة التي ستُقدّم.
- استخدام مزيج من الأسئلة المفتوحة والمغلقة لتحديد المعلومات المطلوبة.
- استخدام المصطلحات اليومية وشرح المصطلحات المتخصصة عندما يتعين استخدامها.
- التحقق من الفهم.
- تحديد الأولويات وحث العميل على تأكيد موافقته.
- توجيه وتيرة المقابلة والتحكم فيها.

يتعلق الأمر أيضًا بالاستماع؛ أفضل المستشارين الماليين هم أولئك الذين يستمعون إلى ما يريده العميل، ويقيمون علاقة طيبة معه ثم يتفقون بشكل متبادل على ما يجب القيام به.

١-٣-٣ "اعرفْ عميلك" (KYC)

لكلّ فرد أهدافٌ وآمالٌ تميّزه عن الأفراد الآخرين، لذلك يجب أن يكون المستشار على درايةٍ بحاجات العميل وتفضيلاته، وآماله وظروفه المالية الشخصية، قبل تقديم المشورة له.

هذا يعني أنَّ على المستشار أن "يعرف" عميلَه قبل أن يتمكن من تقديم المشورة المناسبة له. وفي الواقع، يُعدُّ ذلك مطلبًا أساسيًّا للجهات التنظيمية في كثيرٍ من الدول – ويُشار إلى هذه العملية عادةً بمصطلح "اعرف عميلك" (KYC).

غالبًا ما يستغرق جمعُ المعلومات اللازمة لتمكين المستشار من تقديم المشورة الصحيحة للعميل وقتًا طويلًا، وفي معظم الأحيان لا يدرك العميل تمامًا سببَ حاجة المستشار إلى هذا الكمّ من المعلومات، أو سبب استغراقه هذا الوقت كله. ومن هنا كان ضروريًّا أن يبني المستشارُ علاقةً وثيقةً مع العميل؛ لكي يشعر هذا الأخير بالثقة والطمأنينة حيال التعبير عن حاجاته ومخاوفه الشخصية، وذلك من أجل تحديد جميع الحقائق اللازمة لكي يتمكن المستشار من تقديم توصية مناسبة.

تتبنى الشركات عادة نهجًا منظمًا لجمع معلومات العملاء؛ حيث يساعد وجود عملية استشارات استثمارية منظمة شركة إدارة الثروات على تحقيق الاتساق في عملية الاستشارات الخاصة بها. قد تستخدم الشركات أيًا من الطرق التالية أو مجموعة منها لاستكمال البحث عن الحقائق:

- نظام إلكتروني
- استبيانات مطبوعة
- نماذج
- اجتماعات
- محادثات هاتفية، أو
- مراسلات بريدية أو بالبريد الإلكتروني.

من غير المرجح أن يكون الاستبيان الواحد مفصلاً ومرنًا بما يكفي لالتقاط كل جزئية من المعلومات المطلوبة. يحتاج المستشار إلى مراجعة الإجابات المقدمة في الاستبيان وطرح أسئلة تكميلية لفهم احتياجات العميل بشكل كامل، تلك الاحتياجات لا يستطيع معظم الأشخاص عادةً التعبير عنها بوضوح تام من خلال الاستبيان.

تحتاج عملية تقصي الحقائق أن تتجاوز الحقائق الثابتة الصرف، بل تحتاج أيضاً أن تستنبط وجهات نظر وآراء من العميل . وهذا من شأنه أن يسمح للمستشار بتقييم مستوى المخاطرة الذي يشعر بالارتياح إزاءه ومدى تأثير القيم الأسرية مثل المعتقدات الأخلاقية أو الدينية على قرارات الاستثمار. إن تقصي الحقائق أمر بالغ الأهمية لعملية تقديم المشورة الاستثمارية، ولذلك يستخدم عديد من الشركات وسائل إلكترونية لجمع معلومات العملاء وموقفهم من المخاطرة لتحسين جودة عملية تقديم المشورة للشركة واتساقها.

١-٣-٤ المعلومات المتعلقة بالعميل

الغرض من جمع المعلومات عن العميل هو وضع الخطط المالية وتقديم التوصيات المناسبة.

تعتمد المعلومات التي سيسعى فريق تقصي الحقائق إلى جمعها على الخدمة والمنتجات قيد النظر، ولكنها ستشمل عمومًا:

- التفاصيل الشخصية.
- الحالة الصحية.
- تفاصيل الأسرة والمعالين.
- تفاصيل المهنة والأرباح ومصادر الدخل الأخرى للثروة.
- تقديرات المصروفات الحالية والمتوقعة.
- الأصول والخصوم.
- أي ترتيبات معاشات تقاعدية وأي ترتيبات متعلقة بالحياة أو التأمين.
- الميراث المحتمل وأي ترتيبات لتخطيط التركة.

سننظر الآن في كل منها بمزيد من التفصيل ونحدد المعلومات المطلوبة، ولماذا، عند القيام بالتخطيط الاستثماري.

التفاصيل الشخصية

سيسعى المستشار إلى إنشاء تفاصيل شخصية موسعة عن العميل كما هو موضح في الجدول أدناه:

الاسم والعنوان	• يجب التحقق من تفاصيل اسم العميل وعنوانه للامتثال لمتطلبات مكافحة غسل الأموال من خلال فحص بطاقة الهوية التي تحتوي على صورة والمستندات الأصلية التي تثبت عنوانه، مثل فاتورة المرافق.
تاريخ الميلاد	• يحدد تاريخ ميلاد العميل عمره بوضوح، وهذا ينبغي أن يبدأ على الفور في الإشارة إلى مرحلة الحياة التي وصل إليها، االأمر الذي قد تكون له آثاره في أي إستراتيجية لتخصيص الأصول. على سبيل المثال، مع تقدم العملاء في السن، فإنهم يكونون أقل استعدادًا بشكل عام لتحمل مخاطر رأس المال، إذ لا يمكنهم بسهولة تعويض أي أموال يخسرونها من خلال دخلهم (هذا إذا لم يخسروها كلها). • يعطي عمر العميل أيضاً مؤشرًا على وجهة نظره المحتملة بشأن الاستثمارات طويلة الأجل. • قد يكون عمر العميل ذا أهمية أيضًا عند النظر في أصوله. وقد يؤثر ذلك في النظر ما إذا كانت الأصول تُباع وما إذا كانت ضريبة مكاسب رأس المال (CGT) مستحقة أو ما إذا كانت **ضرائب التركة** لها تأثير في بيع أصول معينة أو الاحتفاظ بها.
الإقامة والمسكن الموطن	• قد يكون لمكان ميلاد العميل تأثير في إقامته وموطنه. يحتاج المستشار إلى تحديد ما إذا كان العميل مقيمًا أم لا في بلده لأغراض ضريبية وسكنية. إذا أصر العميل على أنه ليس مقيمًا، فما هي الأدلة المتاحة لإثبات ذلك إذا طعنت فيه السلطات الضريبية • قد يكون لهذين العاملين تأثير كبير في كيفية فرض الضرائب على العائدات من أي استثمارات موصى بها، وبالتالي، على الاستثمارات المختارة، والعائدات الصافية التي تُنشأ للعميل.
أرقام الهوية الضريبية	• أرقام التعريف الضريبي مطلوبة أيضًا، حيث يمكن أن تُطلَب لأي رزمة مخصصة لتخفيف الضريبية قد يتم اختيارها ولأي متطلبات للإبلاغ الضريبي قد يتعين الوفاء بها.

الحالة الصحية

يجب تحديد الحالة الصحية للعميل؛ أي ما إذا كان يتمتع بصحة جيدة أو يعاني من أي حالات طبية خطيرة قد تؤثر في أهدافه الاستثمارية وموقفه تجاه المخاطرة.

إن الفرد الذي يتمتع بصحة جيدة والذي ينتمي إلى عائلة يعيش أفرادها عادة حتى سن متقدمة جدًا سوف يرغب بالتأكيد في التخطيط للأمد البعيد، وقد يكون التخطيط للدخل حتى سن التقاعد في مقدمة قائمة أولوياته. وقد يؤثر هذا في إستراتيجية الاستثمار المختارة، حيث قد تكون هناك حاجة إلى توليد مستوى متزايد من الدخل لسنوات عديدة، ما يعني الحاجة إلى التعرض بشكل أكبر للأسهم وتدفق الأرباح المتزايد الذي يمكن أن توفره هذه الأسهم.

في الطرف الآخر، قد يكون العميل في حالة صحية سيئة، وقد يدفع هذا إستراتيجية استثمارية إلى إنتاج دخل أكثر مباشرة. وسوف يؤثر هذا بعد ذلك في إستراتيجية تخصيص الأصول المتبعة، ويزيح التركيز بعيدًا عن الأسهم إلى النقد وأدوات الدخل الثابت.

قد تؤثر صحة العميل أيضًا على موقفه من المخاطرة. قد يتبنى العميل الذي يتمتع بصحة جيدة، ويتوقع أن يعيش حتى سن الشيخوخة، وجهة نظر مفادها أنه يحتاج إلى توخي الحذر في مقاربته أو أن لديه، بدلاً من ذلك، أفقاً زمنياً يسمح له باتباع مقاربة مغامرة. قد يتبنى العميل ذو الصحة غير الجيدة وجهة نظر مفادها أن ضمان حصوله على الأموال اللازمة لرعاية نفسه هو أولويته القصوى، وبالتالي قد لا يكون مستعدًا لتحمل مخاطر غير مبررة. وبالمثل، قد يتبنى العميل وجهة نظر مفادها أنه سينفق كل ما لديه قبل أن يرحل، ما يجعل المغامرة خياراً ملائماً له. في هذا المثال، تتطلب الأهداف الأقصر أجلاً نصيحة مختلفة تمامًا عن الاحتياجات الطويلة الأجل. وقد تحتاج إلى تحديد وتوثيق ما إذا كان عميلك مصرًا على متابعة إستراتيجية قصيرة الأجل وعالية المخاطر.

معلومات عن الأسرة والأفراد الذين يعيلهم

عادةً ما يتم تحديد تفاصيل أسرة العميل والأفراد الذين يعيلهم كجزء من عملية تقصي الحقائق. وتتضمن المعلومات التي يجري جمعها ما يلي:

- اسم وتاريخ ميلاد زوج العميل/ة أو الشريك المدني، وكذلك حالته/ها الصحية، حيث قد يؤثر ذلك بشكل متساوٍ على أهداف العميل الاستثمارية وموقفه من المخاطرة.
- موقف الزوج تجاه المخاطرة إذا ما كان ذلك عاملاً ممكناً في اختيار الاستثمار.
- مدى أي مدفوعات طلاق جارية قد تكون ذات صلة بإستراتيجية الاستثمار.
- يجب أيضًا تحديد تفاصيل الأطفال أو المعالين الآخرين، لاسيما إذا كانت هناك حاجة لتوفير أموال للرسوم المدرسية أو التعليم الجامعي أو حفلات الزفاف.

تفاصيل المهنة والأجور ومصادر الدخل الأخرى

يسعى تقصّي الحقائق إلى تحديد تفاصيل عمل العميل ومهنته والدخل الذي يكسبه من هذا المصدر وغيره من المصادر.

- من الضروري تحديد دخل العميل والمصادر التي ينشأ منها. وفي حين أن توليد مستوى معين من الدخل قد يكون مهمًا للعميل (حتى لو لم يكن كذلك)، فإنه على ذات القدر من الأهمية في ما يتعلق بكيفية تأثير هذا الدخل على موقف العميل الضريبي.
- تعطي مهنة العميل أو نشاطه التجاري مؤشراً جيداً على خبرته في الأمور التجارية، التي قد تكون مهمة عند الحكم على مدى ملاءمة نوع معين من الاستثمار يحمل مخاطر أكبر.
- إذا ما كان العميل يشغل منصباً كبيراً في الشركة، فإنّه يواجه قيوداً على التعامل في أسهم الشركة. ولتجنب مخاطر التعامل مع المعلومات الداخلية، يجب وضع الترتيبات اللازمة لطلب الإذن بالتداول، وتجنب فترات التداول المغلقة، وضمان إجراء أي تداول بطريقة لا تعرض الشركة أو العميل للخطر.
- عندما يكون العميل سياسيًا أو يشغل منصبًا رفيع المستوى في دائرة الضوء العامة، فقد يحتاج إلى إبعاد نفسه عن أي عملية اتخاذ قرار استثماري حتى لا يكون هناك اتهام له باستغلال منصبه أو معرفته. في مثل هذه الحالات، من الشائع غالبًا إنشاء ثقة عمياء حيث يتم اتخاذ جميع قرارات الاستثمار على أساس تقديري تمامًا وحيث يتم تعمد إبقاء العميل غير مدرك لقرارات التداول أو مبرراتها.
- عندما يكون العميل في مجال الأعمال، سيرغب المستشار في فهم خطط العميل للأعمال وأي أموال قد تأتي على الفور أو في المستقبل قد تؤثر في خطط الاستثمار التي سيضعها المستشار

تقديرات المصروفات الحالية والمتوقعة

هناك حاجة إلى فهم مصروفات العميل مقرونة إلى دخله، حيث يكون من الضروري النظر في الميزانية، والتخطيط لتلبية التزامات معينة أو توليد عائد دخل محدد.

اعتمادًا على أولويات العميل، قد تكون هناك حاجة إلى كل من مصروفاته الحالية والمتوقعة في المستقبل، على سبيل المثال، حيث تتضمن خطة الاستثمار توليد دخل معين في التقاعد.

الممارسة القياسية هي أن يحتفظ العملاء بنوع من أموال الاحتياطي في حالة التذبذب بعد الاستثمار بفترة وجيزة. والقاعدة العامة هي أنّ على المستشارين أن يأخذوا في الاعتبار نفقات ستة أشهر يحتفظ بها العميل كاحتياطيات لتجنب أي إشعارات دفع قصيرة الأجل على المحفظة الاستثمارية. يجب أن يقتنع المستشار بأنه، مهما كان المبلغ المتفق عليه مع العميل، فهو مناسب ومتناسب مع ظروفه الشخصية

الأصول والالتزامات

يجب التأكد من التفاصيل الكاملة للأصول والالتزامات الحالية للعميل. بالإضافة إلى الحصول على تفاصيل أصول العميل، يجب على المستشار أيضًا أن يسعى إلى تحديد:

- موقع الأصول وما إذا كانت أي استثمارات محتفظ بها في حساب مرشح
- المعاملة الضريبية لكل من الأصول
- ما إذا كانت أي استثمارات محتفظ بها في رزمة مخصصة لتخفيف الضريبة
- تكاليف الاستحواذ على أي استثمارات مدرجة محتفظ بها وأي مكاسب أو خسائر في السنة الحالية تم تكبدها، و
- تفاصيل أي عقوبات تحصيل ديون مبكرة.

تختلف المعلومات المطلوبة حسب نوع الأصول؛ ويوضح الجدول التالي بعض المعلومات المطلوبة:

الأصول	المعلومات اللازمة
الحسابات المصرفية وحسابات التوفير	• نوع الحساب وتفاصيله • الرصيد • الفرع الذي يتم فيه الاحتفاظ بالحساب، إذا لزم الأمر • سعر الفائدة على الحساب • موعد دفع الفائدة وما إذا كانت هناك أي مكافآت مستحقة الدفع • أي عقوبات تحصيل ديون مبكرة أو فترة تجميد
الاستثمارات المعروضة (المدرجة)	• الاسم الكامل لكل أداة • القيمة الاسمية للأسهم أو الحصص المملوكة • تواريخ الشراء • تكاليف الاستحواذ • مكان الاحتفاظ بالأسهم، وفي حالة معرفة رقم التعريف الدولي للأوراق المالية (ISIN) أو رقم تعريف آخر • تفاصيل أي إجراءات مؤسسية معلقة

الأصول	المعلومات اللازمة
أموال الاستثمار	• الاسم الكامل لكل صندوق • عدد الوحدات أو الأسهم المملوكة • تواريخ الشراء • تكاليف الاستحواذ • فئة الأسهم • بنية الاستثمار ونوع الصندوق والحالة الضريبية • ما إذا كانت الملكية **معتمدة** أم غير معتمدة وبأي اسم مسجلة • أي رسوم خروج • تواتر نقاط التقييم إذا كانت عمليات استرداد الصناديق متباعدة • فترات التعامل والإشعار، على سبيل المثال، بعض الأصول غير السائلة، مثل صناديق التحوط وصناديق الأسهم الخاصة، لديها فترات تعامل ربع سنوية أو سنوية
حسابات الإعفاءات الضريبية	• نوع الحساب وتفاصيله • معايير الأهلية للإعفاء الضريبي • الأصول والنقد المحتفظ به • ما إذا كان من الممكن إجراء إضافات أخرى في السنة الضريبية الحالية • ما إذا كان من الممكن نقل الحساب دون فقدان حالة الإعفاء الضريبي • مرجع معرف الضريبة
المنتجات المنظمة	• نوع المنتج والميزات • تفاصيل المبلغ المستحق الدفع وأي ضمانات • الشروط الواجب توفرها للدفع • وقت الشراء والتكلفة • المدة وتاريخ السداد • هيكل التكلفة • أي عقوبات تحصيل ديون مبكرة • سواء كانت مقتبسة أو غير مقتبسة
سندات التأمين على الحياة	• نوع الوثيقة والتفاصيل التي يجب تضمينها إذا كانت مكتوبة في عهدة أم لا • شروط الوثيقة • ما إذا كانت مرتبطة بأرباح أو وحدات • تفاصيل الصناديق المرتبطة بالوحدات وعدد الوحدات المملوكة • وقت الشراء والتكاليف • أي عقوبات تحصيل ديون

ترتيبات المعاش التقاعدي

يجب أن تكون ترتيبات المعاش التقاعدي التي اتخذها العميل مرتبطة ارتباطًا وثيقًا بإستراتيجية الاستثمار المعتمدة لكل من التقاعد والأهداف المالية الأخرى. وقد يكون توفر الإعفاءات الضريبية لمساهمات المعاش التقاعدي عاملاً مؤثرًا في اختيار الاستثمارات، ولذلك من الواضح أنه يجب أخذها في الاعتبار في هذه المرحلة. وعندما يكون للعميل بعض النفوذ على مكان استثمار الأموال، سيرغب المستشار في مناقشته حول كيفية إدارة الأموال وما إذا كانت ستُدمج في أي توزيع إجمالي للأصول.

قد تتمكن الشركة من إدارة الاستثمارات الموجودة ضمن خطة معاشات العميل، وعند القيام بذلك، ستحتاج إلى اتخاذ قرار بشأن ما إذا كانت هذه المحفظة ستُدار ككيان منفصل أو ما إذا كان سيجري تبني وجهة نظر شاملة. وقد يتضمن هذا التعامل مع محفظة خطة المعاشات التقاعدية كمحفظة فرعية لأغراض إدارة الاستثمار، مع قيام مدير الاستثمار بالنظر إلى الصورة المجمعة للمحفظة الخاضعة للضريبة والحسابات المعفاة من الضرائب ومحافظ المعاشات التقاعدية وتخصيص الاستثمارات بين الحسابات.

الميراث المحتمل وأي ترتيبات لتخطيط التركات

أخيرًا، يجب أن يُطلب من العميل تقديم تفاصيل عن أي ميراث محتمل قد يتلقاه وأي صناديق ائتمانية يكون **مستفيدًا** منها. سيكون هذا مناسبًا عندما قد تؤثر المبالغ المستحقة للوراثة في إستراتيجية الاستثمار المتبعة.

على سبيل المثال، قد يكون من المقرر أن يرث العميل مبلغًا كبيرًا من والدين مسنين، في هذه الحال قد يكونا قادرَين على اعتبار أن استثماراتهما يجب أن توجه نحو نمو صريح. ومع ذلك، من غير الحكمة عمومًا الاعتماد على الميراث في عملية التخطيط، لأنه ليس مضموناً. ويكون الحذر مهمّاً بشكلٍ خاص عندما قد يؤثر توقع الميراث في نهج الاستثمار المختار.

يجب على المستشار أيضًا التحقق ما إذا كان العميل قد ترك أي هدايا محددة من الأسهم في وصيته، وإذا ما كان قد فعل، هل يحول ذلك دون أي بيع لمثل هذه الحيازة.

عملية تحديد الأولويات

ستحدد الحقائق التي سيتم جمعها أثناء تقصي الحقائق تلك العوامل التي تؤثر في احتياجات العميل. ومع ذلك، فإن مجرد إثبات الحاجة لا يعني أنه يمكن معالجتها. إن القدرة على تحمل التكاليف سوف تشكل عائقاً رئيساً أمام قدرة العميل على الاستثمار والحماية من كافة المخاطر التي قد تنشأ. وبالتالي، سوف يحتاج المستشار إلى توجيه العميل خلال عملية التخطيط وتحديد الأولويات.

١-٣-٥ أهداف العميل وأغراضه

تتضمن هذه المرحلة من عملية التخطيط قيام المستشار بتحديد المعلومات الشخصية للعميل وأهدافه المالية واحتياجاته وأولوياته، حتى يتمكن بعد ذلك من تحليل وضعه المالي وتحديد الحلول المناسبة. كما تتضمن أيضًا مساعدة العميل في توضيح أهدافه القصيرة والطويلة الأجل وتحديد أولوياتها، بما في ذلك مناقشة العميل حول جدوى أي أهداف تبدو غير واقعية.

تتضمن هذه المرحلة ثلاثة مجالات رئيسة:

- الاتفاق على أهداف العميل الاستثمارية والمالية وتحديد أي قيود تقيّدها
- إنشاء ملف تعريف مخاطر خاص بالعميل
- جمع البيانات الكمية والنوعية اللازمة.

على الرغم من أن هذا متسلسل منطقياً، إلا أنه في الممارسة العملية، غالبًا ما ينتهي الأمر بالمستشار بالانتقال بين المراحل والعودة إلى المراحل السابقة مع توفر معلومات جديدة.

إن فهم أهداف العميل وتوقعاته أمر حيوي لعملية تقديم المشورة الاستثمارية.

إن معرفة ما يريد العملاء تحقيقه من أموالهم قد يكون أحد أطول وأصعب الجوانب العملية في تقديم المشورة الاستثمارية. يتمتع بعض العملاء بفهم جيد لأهدافهم العامة، لكن عديداً منهم لا يفكرون فيها مليًا، لذلك قد يكون من المهم مساعدتهم على النظر في هذه القضايا. وفي كثير من الحالات، تُحدَّد هذه القضايا أثناء العملية ونتيجة لها.

غالبًا ما يشرع المستشار المتمرس في تحديد أهداف العميل وتوقعاته منذ البداية، بدلاً من الشروع في تقصٍّ تفصيلي للحقائق. قد تكون تجربة التخطيط المالي هي المرة الأولى التي يفكر فيها العميل بجدية في مستقبله على المدى الطويل أو يختبر تطلعاته وافتراضاته في ضوء الوقائع المالية.

إن عملية تقصِّي الحقائق ضرورية، ولكن العملاء غالباً ما يرون أنها لا علاقة لها بما يريدون تحقيقه. وعادة ما تكون الإستراتيجية الأكثر نجاحاً هي تحديد أهدافهم وتوقعاتهم، ثم توضيح أن تقصي الحقائق التفصيلي ضروري حتى يتمكنوا من تقديم التوصيات.

إن فهم خلفية العميل أمر مهم، إذ يمكن لتاريخ الشخص أن يلعب دورًا أساسياً في تشكيل مواقف الفرد. تتشكل مواقف معظم الأفراد ومعتقداتهم بشأن المال من خلال تجاربهم والتحديات التي واجهوها في تحقيق الشعور بالرفاهية المالية. يساعد فهم هذا في توضيح مواقفهم تجاه المال وإدارته ويساهم في ترسيخ قدرتهم على تحمل المخاطر.

على نحو مماثل، فإن سؤال عميل عن مدى رضاه عن حياته ووضعه المالي قد يكون مفيداً وقد يضيف المزيد إلى الصورة الخلفية للعميل. فالرضا أمرٌ شخصي ويعتمد على معتقدات الفرد، وبالتالي فإن النتائج قد تشير إلى الأولويات الرئيسة التي تحتاج إلى معالجة أو الدرجة التي يجب أن تستهدف بها الاستثمارات إنتاج الدخل أو الحفاظ على الثروة أو خلق الثروة.

على المستشار أيضاً أن يحاول استنباط المبادئ التي تهم العميل. فقد تكون لديه آراء قوية بشأن المكان الذي يجب أن يستثمر فيه أمواله، أو المكان الذي لا ينبغي أن يستثمر فيه، أو مستوى المخاطرة التي يكون مستعداً لخوضها لتحقيق الأهداف. وسوف يساعد موقفه من المال، والمبادئ والقيم التي تهمه، المستشار على فهم العوامل التي تؤثر فيه، ويمكن أخذ ذلك في الاعتبار عند صياغة التوصيات.

من المهم أيضًا فهم المرحلة التي وصل إليها العميل في حياته. قد يبدو هذا الأمر واضحًا مثل معرفة عمر شخص ما واستنتاج افتراضات بناءً على ذلك. من المرجح أن تؤدي الأسئلة المفتوحة حول نوايا العميل إلى الحصول على معلومات مفيدة حول خططه والتحديات التي يواجهها.

أخيرًا، تقود هذه المحادثات العميل إلى أهدافه وطموحاته. والأسئلة المصممة لمعرفة خططه وما يأمل تحقيقه وأسلوب الحياة الذي يريده، تساعد في ضمان توافق أي توصيات مع هذه الأهداف والطموحات.

من شأن تحديد الأهداف والتوقعات بهذه الطريقة أن يساعد المستشار في عملية تقصي الحقائق التي يجب اتباعها إذا كان من المقرر تقديم توصيات استثمارية.

١-٤ اعتبارات التخطيط المالي الرئيسة الأخرى

١-٤-١ الإفصاح عن المعلومات

يتعين على شركات الخدمات المالية الإفصاح عن معلومات معينة للعملاء في بداية العلاقة. بالإضافة إلى ذلك، يتعين عليها تزويد العميل بمعلومات حول الشركة ونطاق الخدمات المقدمة، والآليات التي تستخدمها في إدارة الاستثمارات وحفظها، والتكاليف والرسوم المفروضة على العميل.

الغرض من هذا الواجب المتمثل في الكشف عن المعلومات الجوهرية هو ضمان حصول العميل على جميع المعلومات اللازمة لضمان قدرته على اتخاذ قرار كامل ومستنير بشأن ملاءمة التوصيات المقدمة. يعتمد ما يشكل "معلومات جوهرية" على الاستثمارات والمنتجات الموصى بها، ولكنه يشمل مجالات مثل الرسوم وحقوق الإلغاء وعقوبات تحصيل الديون المبكرة وتحذيرات المخاطر وأي شروط خاصة أو غير قياسية.

عندما تقدم الشركة خدمات مستمرة، عليها تقديم تفاصيل حول كيفية إدارتها لأموال العميل والترتيبات التي ستتخذها لحماية أصول العميل.

٢-٤-١ منتجات التجزئة غير الخاضعة للتنظيم

تختلف المنتجات المالية المشمولة بمصطلح "الأسواق والمنتجات المالية غير الخاضعة للتنظيم" من بلد إلى آخر، لذا فإن ما قد يكون غير منظم في بعض البلدان قد يكون منظمًا في بلدان أخرى. ومن الأمثلة على ذلك العملة المشفرة، التي تُعدُّ محظورةً في بعض دول العالم ومقبولةً في دول أخرى.

لعلّ المسألة الأساسية بالنسبة إلى المستشارين هي ضمان الإفصاح التام للعميل عن أن المنتج غير خاضع للتنظيم وبالتالي قد لا يكون محميًا بأي إشراف تنظيمي أو لا يستفيد من خطط حماية المستثمرين. وهناك اعتبار آخر وهو أن أي مشورة قد تتعارض مع المبادئ التنظيمية في بلد ما، وبالتالي قد تواجه الشركة إجراءات تأديبية إذا ثبت عدم نجاح المشورة وتقدم العميل بشكوى ضد الشركة.

٢- تصنيف درجة تحمُّل المخاطر الاستثمارية (Risk Profile)

هدف التعلّم	
٧-٤-١	معرفة السُّبل المتبعة لتقييم استعداد العميل لتحمُّل المخاطر، وقدرته على تحمُّل الخسارة، وخبرته في مجال الاستثمار، وأثر هذه العوامل كلها في اختيار المنتجات الاستثمارية المناسبة له
٧-٤-٢	التمكن من تحليل مدى تعرض العميل للمخاطر ورغبته في المخاطرة، استنادًا إلى العوامل الموضوعية والذاتية الآتية: مستوى الثروة؛ الإطار الزمني؛ الالتزامات؛ المرحلة العمرية؛ أهدافه في الحياة؛ أهدافه الاستثمارية؛ الاتجاهات؛ الخبرات؛ المعارف؛ القدرة على تحمُّل الخسارة

ينطوي الاستثمار دائمًا على مفاضلة بين المخاطرة والعائد. لكنَّ الاستعداد لتحمُّل مستويات مختلفة من المخاطر الاستثمارية يتفاوت من شخص لآخر، كما يختلف مفهوم المخاطر الاستثمارية من فرد لآخر أيضًا. وتنشأ الاختلافات في المواقف بين الأفراد بسبب الفروق الفردية في التكوين النفسي للفرد والظروف والتجارب التي عاشها.

يتكون تصنيف درجة تحمُّل المخاطر الاستثمارية لدى العميل من ثلاثة مكونات هي:

١. **الاستعداد لتحمُّل المخاطر** – أي استعداد العميل لتقبُّل مستوىً معين من التقلبات في قيمة استثماراته دون أن يشعر بحاجة ملحَّة للبيع.
٢. **تصور العميل للمخاطر** – ويُقصد به الرأي الشخصي للعميل إزاء المخاطر المرتبطة باستثمار معيَّن، ويُبنى هذا الرأي على المعارف والخبرات السابقة.
٣. **القدرة على تحمُّل المخاطر** – أي قدرة العميل على تحمُّل تكاليف أيِّ خسائر مالية قد تنشأ من الدخول في استثمار معيَّن.

وبتحليل هذه العناصر الثلاثة مجتمعة، إلى جانب المعلومات الإضافية التي جُمعت في أثناء عملية تقصِّي الحقائق، يجب أن يتمكَّن المستشار من وضع تقييم أو تصنيف لدرجة تحمُّل المخاطر الاستثمارية لدى العميل يمكنهما الاتفاق عليه بعد ذلك.

تبدأ عملية التقييم عادةً بالتحري عن مواقف العميل من المخاطرة؛ في حين يأتي النظر في قدرته على تحمُّل المخاطر في مرحلة لاحقة؛ لأن ذلك يتطلب درايةً بأهداف العميل والاستثمارات المدروسة.

من الجدير بالذكر أن الناس قد يتبنون أكثر من موقف واحد تجاه المخاطرة في أي وقت. وذلك لأنهم غالبًا ما يمتلكون عدة أوعية مالية مخصصة لأغراض مختلفة (على سبيل المثال، التقاعد، وصناديق التعليم، مدخرات الطوارئ أو الإنفاق التقديري)، وقد يكون لكل منها أفق استثماري وهدف مختلف. على سبيل المثال، قد يكون لدى العميل موقف متحفظ تجاه المخاطرة عندما يتعلق الأمر بمدخرات التقاعد، مفضلاً استثمارات مستقرة ومنخفضة المخاطر لضمان أمن مدخراته، ولكن موقفًا أكثر عدوانية مع برنامج منفصل مخصص للإنفاق التقديري.

يمكن أن تختلف المواقف تجاه المخاطر بمرور الوقت بسبب التغيرات في الظروف والتجارب والأهداف المالية. إذ يمكن لعوامل مثل المرحلة العمرية، والأهداف المالية، وظروف السوق أن تؤثر في هذه التغيرات في الموقف.

٢-١ مكونات المخاطر

٢-١-١ الاستعداد لتحمُّل المخاطر (Risk Tolerance)

يمكن تعريف الاستعداد لتحمُّل المخاطر بأنه درجةُ عدم اليقين التي يمكن أن يتقبَّلها المستثمر، عندما يتعلَّق الأمر بتغييرٍ غير مرغوب به في قيمة محفظته الاستثمارية.

يعكس استعداد المستثمر لتحمُّل المخاطر مدى ارتياحه تجاه المخاطرة بخسارة ماله في استثمار معيَّن. فإن كان لا يرغب في المجازفة باستثمار قد يكون سعره معرَّضًا للانخفاض، فيشير ذلك إلى أن استعداده لقبول المخاطر منخفضٌ أو معدوم. أما إذا كان مستعدًا للمخاطرة عبر الدخول في استثمارات تتقلَّب قيمتها باستمرار، فيقال إنَّ لديه استعدادًا أكبر لقبول المخاطر. وغالبًا ما يقع المستثمر الراغب في الحدِّ من التعرض لمخاطر الاستثمار فريسةً لمخاطر التضخم أو خسارة القوة الشرائية.

يوجد عددٌ من العوامل الموضوعية والذاتية التي تمكن الإشارة إليها و تساعد في تحديد هذا.

العوامل الموضوعية والذاتية	
العوامل الموضوعية	• هذه العوامل هي عناصر قابلة للقياس ويمكن أن تؤثر في الوضع المالي للعميل وقدرته على تحمل المخاطر. • يُؤثِّر الجدول الزمني المتاح للاستثمار في اختيار المنتجات المناسبة للعميل والمخاطر التي يمكنه التعرُّض لها. • غالبًا ما تُؤثِّر الالتزامات العائلية تأثيرًا كبيرًا في درجة تحمُّل العميل للمخاطر، فرغبته في الوفاء بهذه الالتزامات قد تجعل الاستثماراتِ عاليةَ المخاطر أقلَّ ملاءمةً له. • لا شك أن للثروة تأثيرًا مهمًّا في درجة تحمُّل العميل للمخاطر. إذ لا يستطيع العميل الذي يملك قلَّةً من الأصول أن يغامر بخسارتها، في حين تتوافر للعملاء القادرين على تمويل أولوياتهم المالية الفورية فرصةٌ أكبر للمخاطرة. • وليست المرحلةُ العمرية للعميل أقلَّ أهمية؛ لأنها تُؤثِّر في مستوى المخاطرة الذي يمكن تقبُّله والإطار الزمني للاستثمارات المدروسة. • غالبًا ما يُستخدم عمرُ العميل جنبًا إلى جنب مع العوامل المذكورة في الأعلى لتحديد مستويات المخاطرة المقبولة.
العوامل الذاتية (حقائق هشّة)	• تتعلق هذه العوامل بالمواقف التي قد تؤثر في موقف العميل تجاه المخاطرة. • يُقْدِم بعضُ الأفراد على المخاطرة بحرّية أكبر من غيرهم بفضل طريقة تفكيرهم التي تجعلهم يرون فيها فرصةً ينبغي اغتنامها. • خيار الاستثمار المفضَّل لدى العميل، فبعضُ العملاء يفضِّلون مثلًا ميزة الأمان النسبي للحساب المصرفي على تحمُّل المخاطر المحتملة للاستثمار في الأسهم والسندات. • أسلوب العميل في التعامل مع نتائج القرارات الخاطئة. فبعضهم يعتقدون أنهم أجروا تقييمًا كاملًا للفرصة الاستثمارية ومن ثَم فإن أيَّ خسارة حقَّقوها هي مجرد تكلفة من تكاليف الاستثمار. وبالمقابل، يندم بعضهم الآخر على قراراتهم الخاطئة، مما يدفعهم إلى تجنُّب أيِّ سيناريوهات مماثلة في المستقبل.

ما من شك أن تحليل العوامل الموضوعية يمثِّل طريقة أفضل وأكثر دقَّة لتقييم استعداد المستثمر لتحمُّل المخاطر، ولكن للعوامل الذاتية دورها أيضًا.

فالعوامل الذاتية تتيح للمستشار الفرصة لتحديد موقف العميل تجاه المخاطرة. ولا ريب أن لمواقف العميل وخبراته دورًا كبيرًا في عملية صنع القرار أيضًا. فقد يكون العميل قادرًا من الناحية المالية على الاستثمار في المنتجات عالية المخاطر، وقد تناسب هذه المنتجات احتياجاته، إلَّا أنه قد لا يطمئن إلى حالة عدم اليقين المرتبطة بالاستثمارات عالية المخاطر إذا كان بطبيعته حذرًا، ومن ثمَ سيضطر المستشار والعميل لأن يقبلا بضرورة اختيار استثمارات ذات مخاطر أقل، وعوائد أقل أيضًا.

٢-١-٢ تصور العميل للمخاطر (Risk Perception)

يشير هذا المصطلح إلى الآراء الشخصية للأفراد عن احتمال وقوع أحداث مؤلمة مثل الإصابات الجسدية والمرض والوفاة. وفي سياق الاستثمار، يشير تصور العميل للمخاطر إلى وجهة نظره الذاتية حيال المخاطر التي ينطوي عليها استثمار معيَّن، عند مقارنتها بالبدائل المتاحة، وتُبنى وجهة النظر هذه على معارف العميل وخبراته الشخصية.

في معظم الأحيان، يقيِّم الأفراد المخاطر وفقًا لتصوراتهم الذاتية، وأحكامهم البديهية، واستنتاجاتهم المستخلصة من التغطية الإعلامية، والمعلومات المحدودة المتاحة لهم. وبالمقابل، يحاول الخبراء بناء تصوراتهم للمخاطر على نتائج الأبحاث، والأدلة الإحصائية. ويُعدُّ تصور الفرد للمخاطر عمليةً شخصيةً للغاية من عمليات صنع القرار، وتستند - من بين عوامل أخرى كثيرة - إلى إطار مرجعي طوَّره الفرد على مدى حياته.

يختلف مفهوم المخاطر من شخص لآخر، فبينما يرى البعض أن المخاطرةَ أمرٌ مقبولٌ، ينظر إليها آخرون على أنها أمرٌ ينبغي تجنُّبه. وقد يعتقد العميل أن إيداع أمواله في حساب ادخار سيجنِّبه أيَّ مخاطر على قيمة رأس ماله، لكنه بذلك يتجاهل تأثير التضخم. فإذا جرى توضيح ذلك للعميل وفهِمَه، فقد يدرك أن القيمة الحقيقية لرأس ماله سوف تنخفض بمرور الوقت ما لم يكن معدل العائد الذي يتلقَّاه على مدخراته أعلى من معدل التضخم الحالي.

مع اكتساب العميل مزيدًا من الخبرة العملية في مجال الاستثمار، يتطور على الأرجح تصوُّره للمخاطر عند دراسة فرص الاستثمار المستقبلية. وينبغي على المستشار أن يدرك أنَّ ذلك سيحدث بمرور الوقت، وعليه أن يساعد العميل على تعميق فهمه قدر ما يشاء من دون التعالي عليه والاستخفاف به.

٢-١-٣ القدرة على تحمُّل المخاطر (Risk Capacity)

المقصود بها قدرة العميل على تحمُّل تكاليف أيِّ خسائر قد تنجُم عن استثمار معيَّن.

يُعدُّ استعدادُ الفرد لتحمُّل المخاطر وتصوره لها عاملين ذاتيين نوعًا ما، أما القدرة على تحمُّل المخاطر فهي حقيقةٌ موضوعية إلى حدٍّ كبير. وفي حين أن العوامل الذاتية تؤدِّي دورًا كبيرًا في صياغة تصور الفرد للمخاطر وموقفه منها، فإن السؤال الأساسي الذي يُطرح عند تقييم القدرة على تحمُّل المخاطر هو: ما العواقب التي ستترتب على العميل إذا تعرَّض استثماره لخسائر؟

في بعض الحالات، تُشكِّل القدرةُ على تحمُّل المخاطر العاملَ الأكثر أهمية على الإطلاق في تصنيف درجة تحمُّل المخاطر الاستثمارية الخاص بالعميل عمومًا. كذلك تتأثر قدرة العميل على تحمُّل المخاطر بمستوى الاستثمار قيد الدراسة. فإذا كان المبلغ المعرَّض للمخاطر يشكِّل جزءًا كبيرًا من محفظة العميل الكلية، فقد تتضاءل قدرته على تحمُّل المخاطر. وبالمقابل تزداد القدرة على تحمُّل المخاطر إذا كان المبلغ المعرَّض للمخاطر يمثِّل جزءًا صغيرًا من رأس المال المتاح للاستثمار.

٢-٢ توصيف المخاطر

هناك عددٌ من الأساليب التي يمكن استخدامها لمعرفة درجة تحمُّل المخاطر الاستثمارية لدى العميل، كما هو موضَّح في الجدول أدناه.

أدوات تصنيف درجة تحمُّل المخاطر الاستثمارية	
وصف المواقف من المخاطر	• يُعدُّ وصف أنواع مختلفة من المواقف تجاه الاستثمار لمعرفة أيها الأقرب إلى وجهة نظر العميل من أكثر الأساليب استخدامًا لتصنيف درجة تحمُّله للمخاطر الاستثمارية. • يتميَّز هذا الأسلوب ببساطتهؤ. • أما عيبه فهو أن عبارات مثل "مستوى متوسط من المخاطر" أو "على مقياس من واحد إلى عشرة" قد تحمل معانيَ كثيرة تختلف من شخصٍ لآخر.
التشخيص النفسي لموقف الفرد من المخاطر	• يهدف التشخيص النفسي لموقف العميل من المخاطر إلى تقييم تفضيلات العميل، أو مدى استعداده نفسيًّا لتقبُّل المخاطر، وليس إلى إجراء تقييم موضوعي لقدرته المالية على تحمُّل المخاطرة. • ينطوي هذا الأسلوب على ملء استبيان، وحساب النقاط التي حقَّقها العميل بناءً على إجاباته، وذلك بهدف الوصول إلى رقم يعبِّر عن موقفه من المخاطر يمكن مقارنته بنتائج العملاء الآخرين. • تتميَّز هذه الطريقة بأنها تتيح للعميل إمكانية التمعُّن في موقفه تجاه القرارات الاستثمارية بعناية فائقة، والتعبير عنها بوضوح للمستشار، الذي يستطيع أن يطرح المزيد من الأسئلة، ويناقش معه العلاقة بين المخاطر وسلوك فئات الأصول المختلفة. • من ناحية أخرى، فإن أحد القيود هو أنه قد لا تُلتقط على الدوام تلك التغيرات التي تطرأ على مواقف العملاء بمرور الوقت، ما يؤدي إلى عدم تطابق محتمل بين تحملهم المعلن للمخاطر وقدرتهم الفعلية أو رغبتهم في المخاطرة. • لكن من المهم أن نتذكَّر أن التشخيص النفسي ليس سوى مُدْخلٍ واحد من مُدْخلات عملية صنع القرار الاستثماري. ومع ذلك، فإنه يُعدُّ نقطةَ بداية جيدة لنقاشٍ يمكن أن يشمل تأثير التصنيف الذي حدَّده المستشار للعميل على النتائج المحتملة لأهدافه المختلفة.

النمذجة العشوائية	• ستخدم هذا الأسلوب في محاولةٍ لتوقُّع مجموعة متنوعة من العوائد المحتملة الناتجة عند إنشاء محافظ استثمارية مختلفة. ويمكن أن يساعد العملاء على اختيار المحفظة المناسبة عبر عرض مجموعة النتائج المحتملة لكلِّ محفظة واحتمال تحقيقها. • تتجلَّى ميزته في أنه يُساعد على شرح مخاطر الاستثمار للعميل، ويُتيح إجراء مقارنة بين الإستراتيجيات البديلة، والتوصية بمحفظة من الاستثمارات المناسبة. • من المهم أن نتذكر أن الملف النفسي ليس سوى أحد العوامل المؤثرة في عملية اتخاذ قرارات الاستثمار. ومع ذلك، فهو يعد نقطة انطلاق جيدة للنقاش، عن مدى تأثير هذا الملف في النتائج المحتملة لأهداف العميل المختلفة. • من المهم أن ندرك أن النموذج ينتِج توقعاتٍ عن المستقبل ومن ثَم فإنَّ جودة النتائج التي يتوقَّعها تتوقف على الافتراضات التي بُني عليها. أما عيبه الآخر فهو أن بعض العملاء يمكن أن يعتقدوا أن هذه التوقُّعات ستحدث لا محالة.

يمكن أن يفيد استخدامُ أدوات التصنيف في النقاش مع العميل؛ لأنها تساعد على جعله منظمًا وأكثر اتساقًا. غير أن لها أوجهَ قصور غالبًا، وهذا يعني أنها قد تؤدِّي إلى نتائج مغلوطة في بعض الحالات. لذا ينبغي على الشركات التي تعتمد على هذه الأدوات أن تسعى إلى الحدِّ من الآثار المترتبة على أوجه القصور هذه عبر التأكُّد من ملاءمة الاستثمار للعميل، واستخدام عملية "اعرف عميلك".

بختام عملية تشخيص درجة تحمُّل المخاطر الاستثمارية، يتوصل المستشار إلى توصيفٍ لمستوى رغبة العميل في المخاطرة؛ ويتضمَّن الجدول أدناه أمثلةً على ذلك. يجدر الإشارة إلى أن الغرض من استعراض هذه التوصيفات هنا هو لمجرد التوضيح، وتقديم أمثلة عن بعض السمات المشتركة، وينبغي أن نتذكر أنَّ لكلِّ فرد خصائصَ تميِّزه عن الآخرين.

مستويات الرغبة في المخاطرة لدى المستثمرين	
مستثمر يرغب في قبول مخاطر منخفضة	• يفضِّل مثل هذا المستثمر أن يكون على يقين بأن رأس ماله بمأمن، ولا يطمئن للاستثمار في الأسهم. ومن ثَم فإنه يفضِّل إيداع أمواله في البنك، ومن المستبعد أن تتوافر لديه خبرةٌ كبيرة في أنواع الاستثمارات الأخرى. • يشعر عادة بالندم الشديد إذا أدت قراراته إلى نتائج سيئة. • يجب أن يدرك مثل هذا المستثمر أن حيطته الزائدة قد تجعل استثماراته عاجزة عن مواكبة التضخم أو عن تحقيق هدفه الاستثماري. • عندما يستثمرون هؤلاء المستثمرون، تشكِّل السندات والنقد غالبية الاستثمارات في محافظهم عادةً، بينما تشكِّل الأسهم أو غيرها من الاستثمارات عالية المخاطر نسبةً ضئيلة جدًا.
مستثمر يرغب في قبول مخاطر منخفضة-متوسطة	• يفضِّل مثلُ هذا المستثمر عدمَ المجازفة باستثماراته، ولكن يمكن إقناعه بذلك إلى حدٍّ ما. فبالرغم من أنه يفضِّل إيداع أمواله في البنك، إلَّا أنه قد يدرك أن الاستثمارات الأخرى يمكن أن تدر عائدًا أفضل على المدى الطويل. • يعاني هذا المستثمر غالبًا من الندم عندما تتمخض قراراته عن نتائج سلبية. • عندما يستثمر هؤلاء المستثمرون وفق إطار زمني مدته عشر سنوات أو أكثر، تشكِّل السندات والنقد غالبية الاستثمارات في محافظهم عادةً، إلَّا أنهم قد يستثمرون جزءًا صغيرًا من المحفظة في الأسهم، أو في غيرها من الاستثمارات ذات المخاطر الأعلى.
مستثمر يرغب في قبول مخاطر متوسطة	• يدرك هذا المستثمر أن عليه تحمُّل المخاطر الاستثمارية إذا أراد تحقيق أهدافه طويلة الأجل. وغالبًا ما يكون أكثر استعدادًا للمخاطرة ولو بجزءٍ من أصوله المتاحة للاستثمار، وقد تتوافر لديه بعضُ الخبرة في مجال الاستثمار، بما في ذلك الاستثمار في المنتجات التي تحتوي على أصول ذات مخاطر أعلى مثل الأسهم والسندات. • يمكنه عادة اتخاذ قراراته في المسائل المالية بسرعة نسبيًا، لكنه مع ذلك سيشعر ببعض الندم إذا أدَّت إلى نتائج سيئة. • عندما يستثمر هؤلاء المستثمرون، تضمُّ محافظهم الاستثمارية عادةً مزيجًا من الاستثمارات ذات المخاطر العالية مثل الأسهم، والاستثمارات ذات المخاطر الأقل مثل السندات والنقد.

مستثمر يرغب في قبول مخاطر متوسطة-مرتفعة	• يكون مثلَ هذا المستثمر على استعداد لتحمُّل مخاطر الاستثمار، ويدرك طبيعة المفاضلة بين العائد والمخاطر على المدى الطويل، وهو مستعد للمخاطرة بمعظم أصوله المتاحة للاستثمار، وعادةً ما يكون من ذوي الخبرة، وسبق له أن استخدم مجموعة متنوعة من المنتجات الاستثمارية في الماضي. • يستطيع هذا المستثمر عادة اتخاذ القرارات المتعلّقة بالأمور المالية بسرعة كبيرة. وعلى الرغم من أنه قد يشعر ببعض الندم عندما تؤدّي قراراته إلى نتائج سلبية، إلَّا أنه قادر على تقبُّل فكرة أن النتائجَ السيئة في بعض الأحيان جزءٌ أساسيٌّ من الاستثمار على المدى الطويل. • عندما يستثمر هؤلاء المستثمرون، تُشكِّل الاستثمارات عالية المخاطر مثل الأسهم غالبيةَ الاستثمارات في محافظهم عادةً، ولكن المحفظة لا تخلو من السندات والنقد أيضًا.
مستثمر يرغب في قبول مخاطر عالية	• يرغب هذا المستثمر في تحقيق أكبر عائد ممكن على الإطلاق من رأس ماله وهو مستعد لتحمُّل قدر كبير من المخاطر في سبيل ذلك. • يكون هذا المستثمر عادةً على استعداد للمخاطرة بجميع أصوله المتاحة للاستثمار، وتتوافر لديه خبرةٌ كبيرة في مجال الاستثمار. • لدى هؤلاء المستثمرين آراءٌ حازمة فيما يتعلَّق بالاستثمار، ويملكون القدرة على اتخاذ القرارات في المسائل المالية بسرعة. كما أنهم لا يشعرون بالندم كثيرًا، ويمكنهم تقبُّل النتائج السيئة لقراراتهم في بعض الأحيان دون صعوبة كبيرة. • عادةً ما تشكِّل الاستثمارات عالية المخاطر مثل الأسهم الجزءَ الأعظم من المحفظة الاستثمارية للمستثمر، مع نسبة ضئيلة جدًا من السندات والنقد.

ينبغي استخدام نتائج تصنيف درجة تحمُّل المخاطر الاستثمارية بحيث تعزز عملية "اعرف عميلك". وتُشكِّل أساسًا للحوار بين المستشار وعميله عن أنواع الاستثمارات التي يشير التصنيف إلى أنها مناسبةٌ له.

٣- الإستراتيجية والأهداف الاستثمارية

هدف التعلّم

٢-٢-٧ معرفة كيف تتأثر إستراتيجية الاستثمار وعملية اختيار المنتجات بما يأتي: التفضيلات الأخلاقية؛ متطلبات السيولة؛ الإطار الزمني والمرحلة العمرية؛ الوضع الضريبي

بعد استكمال جمع المعلومات الأساسية اللازمة عن العميل، يصبح المستشار مستعدًّا للانتقال إلى مرحلة الاتفاق على الأهداف الاستثمارية. ففي أثناء مرحلة جمع المعلومات أعلاه، تتكوَّن لدى المستشار فكرةٌ عن احتياجات العميل، ومن ثَم يقوم بتصنيف هذه الاحتياجات في فئات مثل:

- تحقيق أقصى حدٍّ ممكن من النمو المستقبلي.
- حماية القيمة الحقيقية لرأس المال.
- تحقيق مستوى أساسي من الدخل.
- الحماية من (أو التحوط لتمويل) الأحداث المستقبلية.

ومن ثَم يعمد المستشار إلى تحويل هذه القائمة إلى هدفٍ استثماري مفهوم. ويتمثل الغرضَ من ذلك في التوصل إلى فهم مشترك لما يسعى العميل إلى تحقيقه. فقد لا يتولَّى المستشار شخصيًّا إدارةَ المحفظة الاستثمارية للعميل، ومن ثَم من الضروري صياغةُ أسُس مرجعية مشتركة؛ للتأكُّد من أن جميع القرارات الاستثمارية مناسبة لتحقيق أهداف العميل. ومن هنا، يسعى المستشار إلى التحقُّق من فهم العميل للمصطلحات المستخدمة، والحصول على موافقته على الهدف الاستثماري الذي اختاره.

الأهداف الاستثمارية والتعاريف النموذجية هي كما يلي:

- **الدخل** - يسعى العميل إلى تحقيق مستوى أعلى من الدخل في الوقت الحاضر على حساب النمو المحتمل لرأس المال في المستقبل.
- **الدخل والنمو** - يحتاج العميل إلى مقدار معيَّن من الدخل في الوقت الحاضر، ولكنه يريد الاستثمار أيضًا بهدف تحقيق نمو محتمل في الدخل ورأس المال مستقبلًا.
- **النمو** - لا يسعى العميل إلى تحقيق مستوى معين من الدخل في الوقت الحاضر، فهدفه الأساسي هو نمو رأس المال.
- **النمو المطلق** - يسعى العميل إلى تحقيق أكبر عائد ممكن على الإطلاق باستخدام مجموعة واسعة من إستراتيجيات الاستثمار التي تنطوي عمومًا على مستوى عالٍ من المخاطر.

بعد الاتفاق على أهداف العميل الاستثمارية، ينبغي على المستشار أن يبدأ بوضع إستراتيجية استثمار يمكن استخدامها لتحقيق هذه الأهداف. وعلى المستشار أن يراعي عند وضعها كلًّا مما يأتي:

- تصنيف درجة تحمُّل المخاطر الاستثمارية الخاص بالعميل
- تفضيلات العميل الاستثمارية
- متطلبات السيولة
- الإطار الزمني
- الوضع الضريبي.

٣-١ درجة تحمّل المخاطر

كما رأينا في القسم ٢-١، يتكوَّن تصنيف درجة تحمُّل المخاطر الاستثمارية للعميل من توليفةٍ من مواقفه الشخصية تجاه المخاطرة، وقدرته على تحمُّل المخاطر - أي قدرة العميل على تحمُّل تكاليف أيِّ خسائر مالية قد تنشأ من استثمار معين. وهذه العوامل تتيح وضع ملف شخصي أو تصنيف لدرجة تحمُّل المخاطر الاستثمارية خاص بالعميل يمكن الاتفاق عليه معه.

إنَّ حدوث تقلبات في أسعار الاستثمارات أو القيمة الكلية لمحفظة الاستثمار أمرٌ لا مفرَّ منه. وعلى المستوى الشخصي، يعني ذلك مخاطر انخفاض الأسعار في الوقت الذي يحتاج فيه المستثمر إلى المال، وهذا معناه أنه لن يتمكن من تحقيق أهدافه الاستثمارية.

يجب على العميل أن يعي تمامًا مدى استعداده لتحمل المخاطر؛ لأن هذا ضروري لاختيار الأهداف الاستثمارية الصحيحة. فاستعداد الفرد لتحمُّل للمخاطر مسألةٌ شخصية جدًّا، وتتوقف إلى حدٍّ كبير على تكوينه العاطفي. كما أنه من المنطقي أن يؤثر العمر والصحة، من بين ظروف أخرى، في مقدار المخاطرة التي يمكن للعميل أن يتحملها - راجع القسم ١-٣-٤.

٣-٢ تفضيلات المستثمر

يحتاج المستشارُ أيضًا إلى معرفة ما إذا كانت لدى العميل أيُّ تفضيلات استثمارية محدَّدة يجب مراعاتها عند وضع إستراتيجية الاستثمار. وقد تأخذ هذه التفضيلات شكلَ قيودٍ على الاستثمار في مجال معيَّن، أو الرغبة في الاستثمار في مجال آخر.

فقد يرغب بعض المستثمرين في وضع قيودٍ على ما يباع ويشترى ضمن محافظهم الاستثمارية. وعلى سبيل المثال، يمكن أن يفرض المستثمر قيودًا على التصرف في استثمار معيَّن، أو يفضِّل تجنُّبَ الاستثمار في قطاعات معيَّنة مثل صناعة الأسلحة والمعدات العسكرية.

وبالمثل، قد يرغب العميل في التركيز حصرًا على مجال استثماري معيَّن، مثل الاستثمار الأخلاقي والاستثمار المسؤول والمستدام، أو قد يرغب في إنشاء محفظة تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية. وقد شرحنا الاستثمار الأخلاقي والمستدام والاستثمار المسؤول في الفصل ٦، القسم ٢-٢، والتمويل الإسلامي في القسم ٤-٥ من هذا الفصل.

٣-٣ متطلبات السُّيولة والأطر الزمنية

من الضروري أيضًا فهم متطلبات السُّيولة لدى العميل، والأطر الزمنية التي يمكنه الاستثمار في أثنائها، فلهذه العوامل أيضًا تأثيرٌ واضح في اختيار الاستثمارات وتكوين المحفظة الاستثمارية.

متطلبات السُّيولة والأطر الزمنية	
السُّيولة	• يُقصد بالسُّيولة مقدارُ المال الذي يمكن أن يحتاجه العميل على المدى القصير والمدى الطويل. • عند إنشاء المحفظة الاستثمارية، ينبغي إنشاء احتياطي نقدي لحالات الطوارئ بحيث يمكن للعميل الوصول إليه دون أن يُؤثِّر ذلك سلبًا في الاستثمارات الأطول أجلًا. • إذا كانت لدى العميل التزامات معروفة يتوقَّع أن تنشأ في المستقبل، فيجب أيضًا النظر في طريقة لتوفير سُبل الوصول إلى المال اللازم للوفاء بها في حينها. • ينبغي التفكير فيما إذا كان من المعقول التخطيط لاستخدام أرباح الأسهم للوفاء بالالتزامات المستقبلية للعميل؛ لأن الظروف السائدة في السوق في وقت الحاجة إليها قد تؤدِّي إلى تحقيق خسائر بلا داعٍ. • بدلاً من ذلك، توصي معاييرُ الاستثمار المحافِظة باستثمار مبلغٍ مناسب في السندات التي تُستحقُّ في موعدٍ قريب من الوقت الذي سيحتاج فيه العميل للوصول إلى أمواله بحيث يكون على يقين بتوافرها في ذلك الوقت.
الإطار الزمني	• يشير الإطار الزمني إلى المدة المتاحة أمام العميل لاستثمار أمواله. • ليس هناك تعريف محدَّد للأطر الزمنية، ولكن يستخدم مصطلح المدى القصير عادةً للإشارة إلى المدة التي تصل إلى خمس سنوات، والمدى المتوسط إلى المدة التي تتراوح من خمس إلى عشر سنوات، والمدى الطويل إلى مدة عشر سنوات أو أكثر. • يُعدُّ الإطار الزمني مهمًّا للغاية عند اختيار أنواع الاستثمارات التي قد تكون مناسبة للعميل. • عمومًا يجب على المستثمر ألَّا يستثمر في الأسهم ما لم يكن قادرًا على الاحتفاظ بها لمدة خمس سنوات على الأقل. والسبب في ذلك أن نمو رأس المال المستثمر في الأسهم ينتج عن الاستثمار طويل الأجل، ومن ثَم لا بدَّ من توافر مدة زمنية كافية لكي يتعافى الاستثمار من أيِّ خسائر ناتجة عن التقلبات في السوق.

كلما انخفضت حاجة العميل إلى السُّيولة وطال جدوله الزمني المتاح للاستثمار، زادت فئات الأصول المتاحة أمامه؛ ليختار منها ما يلبِّي هدفه الاستثماري.

فإذا اقترنت الحاجة الكبيرة إلى السُّيولة بإطار زمني قصير، سيضطر العميل إلى الاستثمار في الأصول ذات المخاطر المنخفضة، مثل النقد والسندات قصيرة الأجل، التي تحقِّق عوائد أقل من عوائد الأسهم غالبًا. أما إذا كان العكس صحيحًا، فيمكن استثمار نسبة كبيرة من المحفظة الاستثمارية في الأسهم.

وبغض النظر عن متطلبات العميل، من الضروري أن يحتفظ بسيولة تكفي للوفاء بالتزاماته المعروفة، فضلًا عن حالات الطوارئ المحتملة أيضًا.

٣-٤ الوضع الضريبي

يمكن أن يُؤثِّر الوضع الضريبي للعميل والضرائب المفروضة على أيِّ دخل أو مكاسب استثمارية سيحقِّقها تأثيرًا كبيرًا في إستراتيجية الاستثمار التي يتبنَّاها.

لذلك ينبغي على المستشار تحديد ما يأتي:

- مكان إقامة العميل، ومحل إقامته الدائم.
- الضرائب المفروضة على دخل العميل.
- التأثير المتوقَّع للضرائب على الدخل الناتج من أيِّ استثمار.
- أي إعفاءات ضريبية يمكن الاستفادة منها.
- التأثير المتوقَّع للضرائب على أيِّ مكاسب أو خسائر يحقِّقها العميل من استثماراته.
- أهلية العميل للاشتراك في أيِّ حسابات معفاة من الضرائب.
- الفرص المتاحة لتأجيل دفع أيِّ ضرائب مستحقَّة.

على المستشار تحديد مكان إقامة العميل ومحلّ إقامته الدائم، وكذلك ما إذا كانت أي ولايات قضائية أخرى ذات صلة بالعميل من وجهة نظر ضريبية ويجب أيضًا أخذها في الاعتبار. فكل هذا قد يؤثر في كيفية هيكلة أي استثمارات. وعلى الرغم من أن القواعد الضريبية تختلف من بلد لآخر، إلا أن تحديدَ المركز الضريبي للعميل أمرٌ ضروري لكي يتسنَّى للمستشار تنظيم استثماراته بطريقة تخفِّف العبء الضريبي المفروض على عائداتها إلى أدنى حدٍّ ممكن. ولهذا يجب أن يكون المستشار ملمًا بالضرائب التي قد تُؤثِّر في العميل -كالضرائب على الدخل أو المكاسب الرأسمالية التي يحقِّقها - وأساليب حسابها والإعفاءات الضريبية المتوافرة. تجدرُ الإشارة أيضًا إلى أن التشريعات الضريبية تخضع للمراجعة والتحديث باستمرار؛ ولذلك فإنَّ التعديلات المستقبلية على القوانين الضريبية قد تجعل الإستراتيجية المستخدمة في التخطيط الضريبي عديمة الجدوى.

وعلى المستشار أيضًا أن يدرك أن أيَّ تدابير يتَّخذها لتجنُّب الضرائب سوف تخضع للتمحيص والتدقيق؛ نظرًا لتزايد الاستياء الشعبي إزاء تدابير التجنُّب الضريبي المستخدمة من قِبل الشركات والأثرياء من الأفراد.

مقارنة بين التجنُّب الضريبي والتهرب الضريبي

- ينطوي التجنُّب الضريبي على اتخاذ تدابير لخفض مقدار الضريبة التي يدفعها شخصٌ ما بموجب القانون، مع الالتزام بالإفصاح الكامل عن المعلومات الجوهرية إلى السلطات الضريبية.
- التهرب الضريبي هو محاولةٌ من قِبل الأفراد والشركات للتهرُّب من دفع الضرائب بوسائل غير قانونية.

لقد أدَّى انشغالُ الرأي العام بقضية التجنُّب الضريبي إلى وضع تعريفٍ أكثر دقةً لما هو مقبول في هذا السِّياق. ويُستخدم مصطلحُ "تخفيف العبء الضريبي" للإشارة إلى إجراءات التخطيط الضريبي المقبولة، ويُقصد بها الطرقُ المستخدمة لتقليص الالتزامات الضريبية إلى أدنى حدٍّ ممكن بالسُّبل القانونية المنصوص عليها بوضوح في التشريعات الضريبية. من ناحيةٍ أخرى، ينطوي التجنُّب الضريبي على مخالفةِ روح القانون، ومن ثَم يرى البعض أنه غيرُ مقبول، وإن لم يكن عملًا إجراميًّا كما هو الأمر في حال التهرُّب الضريبي.

٣-٥ اعتبارات تتعلَّق بأنواع أخرى من العملاء

هدف التعلّم

٣-٤-٧ معرفة الاعتبارات الرئيسة للاستثمار وفقًا لأحكام الشريعة الإسلامية والقيم الدينية الأخرى، وتلك التي يجب أخذها في الاعتبار عند الاستثمار في المؤسسات الخيرية وصناديق إدارة الممتلكات

تطرَّقنا في الفقرات السابقة إلى دراسة العوامل التي يجب مراعاتها في أثناء عملية تقديم مشورة استثمارية منظمة للأثرياء من الأفراد. وتوجد، إلى جانب هذه العوامل، عوامل إضافية ينبغي على مدير الاستثمار أن يأخذها بالحسبان عندما يتعامل مع الصناديق والجمعيات الخيرية، وفي الحالات التي يحتاج فيها إلى مراعاة المعتقدات الأخلاقية والدينية للعملاء.

التمويل الإسلامي

تنصُّ الشريعة الإسلامية على متطلبات محدَّدة في مجال الاستثمار. وبغية توفير الخدمات المالية للمجتمعات التي تلتزم بهذه الممارسات، أُنشئ عددٌ من البنوك الإسلامية عبر أنحاء العالم، وفي الوقت نفسه تتوافر اليوم عن طريق البنوك التقليدية مجموعةٌ واسعةٌ من المنتجات والخدمات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

يشير مصطلحُ التمويل الإسلامي إلى نظام من الخدمات المصرفية أو النشاط المصرفي، يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية وتطبيقاتها العملية عبر تطوير مبادئ الاقتصاد الإسلامي.

وتحرِّم الشريعةُ الإسلامية دفعَ رسومٍ مقابل تأجير المال (تحريم الرِّبا، أو الفائدة) لمدة محدَّدة، وكذلك الاستثمار في الأعمال التجارية التي تقدم سلعًا أو خدمات تُعدُّ مخالِفةً لمبادئها (حرامًا).

ويمثِّل تحريمُ الفائدة بجميع أشكالها المبدأ الأساسي الذي يرتكز عليه التمويل الإسلامي، إذ يعمل النموذج المالي الإسلامي على أساس مشاركة المخاطر، بحيث يشترك العميل والبنك في تحمُّل أيِّ مخاطر مترتِّبة على الاستثمار وفقًا لشروط متَّفق عليها سابقًا، ويتقاسمان أيَّ أرباح ناتجة فيما بينهما.

وفيما يأتي أهم فئات التمويل الإسلامي:

- **الإجارة**: اتفاقية تأجير يشتري بموجبها البنك أصلًا من الأصول لصالح عميل ثم يُؤجِّره إيَّاه لمدة زمنية محددة.
- **الإجارة والاقتناء**: ترتيب مماثل لترتيب الإجارة، لكنه يختلف عنه من حيث إنه يحقُّ للعميل شراء الأصل المؤجَّر في نهاية مدة العقد.
- **المضاربة**: توفِّر المضاربةُ فرصةَ الاستثمار المتخصص على يدِ خبيرٍ مالي، يتقاسم فيه البنك والعميل أيَّ أرباح حقَّقها الاستثمار. إذ يخاطر العميل بخسارة أمواله إذا لم ينجح الاستثمار، لكن البنك لا يتقاضى رسومًا على إدارة الاستثمار ما لم يحقِّق ربحًا.
- **المرابحة**: شكلٌ من أشكال الائتمان يتيح للعميل شراء أصول دون الحاجة إلى استخراج قرض تدفع عليه فوائد حيث يشتري البنك أصلًا ثم يبيعه للعميل بثمنٍ مؤجَّل.
- **المشاركة**: شراكة استثمارية تنطوي على اتفاق طرفين مسبقًا على شروط تقاسم الأرباح، ويرتبط مقدار الخسارة عادةً بالمبلغ المستثمر.

التمويل القائم على العقيدة

ترجع جذور الاستثمار المسؤول والمستدام والأخلاقي إلى المعتقدات الدينية. ففي القرن التاسع عشر، عمد أتباع حركة "الكويكرز" الدينية، الذين كانوا مناهضين للعبودية والحرب، إلى تجنُّب الاستثمار في الشركات التي تنتج الأسلحة.

واليوم غالبًا ما يشكِّل الاستثمارُ القائم على العقيدة توليفةً من الاستثمار المسؤول اجتماعيًّا، مع استبعاد عددٍ من الأمور الأخرى الوثيقة الصلة بدِين معين. فكلُّ مجموعة تقرِّر أهدافها المالية والإستراتيجيات التي ترغب باستخدامها لتحقيق تلك الأهداف. ومن ثَم تنظر إليها في ضوء تعاليمها الاجتماعية والدينية، وهذا ما يجعلها راغبةً بالاستثمار في أصول محدَّدة دون سواها.

يكاد يخلو العالم من طائفة دينية لا تتبنَّى آراءً ووجهاتِ نظر يمكن أن تُؤثِّر في الطريقة التي تفضِّل الاستثمار بها، ومن ثَم قد تفضِّل كلُّ طائفة دعم قضايا معيَّنة، بينما تتجنَّب في الوقت نفسه الاستثمار في القضايا التي تتعارض مع القيم التي تُؤمن بها. وعندما يتعلَّق الأمر بالقواعد الدينية، هناك مجموعةٌ واسعة من التفسيرات المستندة إلى تعاليم كلِّ طائفة.

ولا يسعنا هنا الحديث عن جميع النظُّم العقائدية الموجودة في العالم، إذ يمكن أن تختلف اختلافًا كبيرًا بحسب المناطق والطوائف والأفراد. وفي كثيرٍ من الحالات، يكون للعوامل السياسية والمجتمعية تأثيرٌ كبيرٌ في تشكيل القيم الأساسية التي يُؤمن بها الفرد؛ ولذلك فإننا نشجِّع المتقدمين للامتحان على البحث عن معلومات إضافية إذا ما رغبوا في معرفةِ المزيد عن نظُم عقائدية محدَّدة.

صناديق إدارة الممتلكات (Trusts)

صناديق إدارة الممتلكات هي ترتيبٌ قانوني تُوضع بموجبه الأصول تحت سيطرة أمناء الصندوق لصالح مستفيدين محدَّدة أسماؤهم أو لتحقيق غرضٍ معيَّن، وسنتحدث عنها بمزيدٍ من التفصيل في الفصل ٨.

في كثير من الأحيان، يدير مديرو المحافظ الاستثمارية محافظَ لصالح مثل هذه الصناديق، وعند القيام بذلك، يجب على المدير أن يراعيَ مجموعةً مختلفة من الاعتبارات والالتزامات. إذ تُستخدم الصناديق على نطاقٍ واسع للتحكُّم في ملكية الأصول، ولتخفيف الالتزامات الضريبية. وعلى المستشار الذي يمارس إدارة استثمارات الصندوق أن يفهم أشكالَ الصناديق المختلفة، وطرقَ تشغيلها، والقواعدَ ذات الصلة.

تتوافر للأمناء مجموعةٌ واسعة من الصلاحيات، وتترتَّب عليهم واجباتٌ متنوعة؛ إما بموجب سندِ الرهن الائتماني أو القانون، وذلك لتمكينهم من تنفيذ التزاماتهم في إطار الصندوق. فالصندوق يحتوي دائمًا على أصولٍ أو استثماراتٍ مختلفة الأنواع والأشكال، ومن ثَم يحتاج الأمناءُ إلى صلاحيات للاستثمار، وإلا فسيكونون مسؤولين عن أيِّ خسارة.

الجمعيات الخيرية

لدى كثير من الجمعيات الخيرية أموالٌ فائضة عما تحتاجه لتمويل أنشطتها الخيرية الفورية؛ وغالبًا ما تستثمر بعضًا من هذا الفائض أو كلَّه للحصول على دخل إضافي لتمويل أنشطتها المستقبلية. وعند تقديم المشورة لجمعية خيرية، ينبغي القيامُ بعملية تحديد الأهداف الاستثمارية، وتحديد تصنيف درجة تحمُّل المخاطر الخاص بها، وإستراتيجية الاستثمار الواجب استخدامها، تمامًا كما هي الحال عند التعامل مع فئات العملاء الأخرى.

تدار كلُّ جمعية خيرية من قِبل مجلس أمناء إذا جرى تأسيسها بصفةِ أمانة، أو من قِبل مجلس إداري إذا كانت مؤسسة خيرية. ويتولَّى الأمناء أو المجلس الإداري مسؤوليةَ إدارة أموال الجمعية الخيرية.

إنَّ المبدأ الأساسي الذي يحكم القرارات المتعلِّقة باستثمار أموال الجمعية الخيرية هو ضرورة اتباع منهج حذر تجاه المخاطر. فعند استثمار الأموال الخيرية (ولا سيَّما الأموال التي تمثِّل وقفًا دائمًا)، يجب أن يسعى الأمناء أو أعضاء المجلس إلى تحقيق التوازن الصحيح بين هدفين اثنين لجمعيتهم الخيرية:

- توفير دخل يساعد الجمعية الخيرية على تحقيق أهدافها على المدى القصير بفاعلية.
- الحفاظ على قيمة الأموال المستثمرة (وتعزيزها إن أمكن)، لتمكين الجمعية من تنفيذ غاياتها بعيدة المدى بفاعلية.

لكي يتمكَّن الأمناء أو أعضاء المجلس من النهوض بواجبهم في تبنِّي منهجٍ حذر تجاه المخاطر عند استثمار أموال الجمعية الخيرية، ينبغي عليهم ما يأتي:

- معرفة الصلاحيات الممنوحة لهم لاستثمار أموال الجمعية.
- أداء واجباتهم على النحو المناسب عند اتخاذ القرارات المتعلِّقة بالاستثمار.
- وضع ترتيبات مناسبة فيما يخصُّ الاستثمار لصالح الجمعية الخيرية.
- الالتزام بمتطلبات قانونية معيَّنة إذا ما رغبوا بتكليف جهةٍ خارجية بإدارة استثمارات الجمعية نيابةً عنهم.
- معرفة ما يمكنهم فعله وما لا يمكنهم فعله إذا رغبوا باتباع منهج أخلاقي في إدارة استثمارات الجمعية الخيرية.

إذا كان حجم الأموال المتاحة للاستثمار كبيرًا بما فيه الكفاية، فيجب على الأمناء وضع سياسة استثمار رسمية للجمعية الخيرية. ويتوقَّف مستوى تعقيد هذه السياسة وتفصيلها على حجم المؤسسة الخيرية، وما إذا كانت قد كلَّفت جهةً خارجية بإدارة استثماراتها أم لا.

٤- التوصيات الاستثمارية

هدف التعلّم	
٤-١-٧	معرفة الخدمات المرتبطة بالشركات التي تقدم: المشورة؛ الإدارة التقديرية والاستشارية؛ التنفيذ فحسب
٤-٤-٧	تقييم ملاءمة الاستثمار وقدرة العميل على تحمُّل تكاليفه استنادًا إلى مجموعة من العوامل التي تشمل جودةَ مزوِّد المنتَج الاستثماري، وأداءه، والمخاطرَ المرتبطة به، والرسومَ التي يتقاضاها، وجودةَ خدمة العملاء لديه
١-٥-٧	وضع إستراتيجية لتحقيق أهداف العميل، ووصف التبرير المنطقي وراء اختيارها: تسليط الضوء على القضايا والأولويات ذات الصلة؛ صياغة خطة للتعامل معها؛ تقديم مقترحات لتحقيق هذه الأهداف؛ شرح المزايا والعيوب النسبية لكلِّ مقترح وللمقترحات مجتمعة شرحًا واضحًا؛ الاتفاق مع العميل على إستراتيجية يفهمها ويرضى بها
٢-٥-٧	تطبيق إستراتيجية مناسبة تفي بالمعايير الآتية على أفضل وجه: أولويات العميل وأهدافه المالية؛ استعداد العميل لتحمُّل المخاطر؛ الرسوم والتكاليف المناسبة؛ معدل دوران المحفظة (PTR)؛ متطلبات ملاءمة الاستثمار للعميل؛ المزايا الناتجة عن الارتباط والتنويع الكافيين؛ عوامل إضافية تتعلَّق بالمخاطر والتوقيت والسُّيولة، حيث تكون مراكمة الأصول والتخلص منها خاصتين من خصائص الاستثمار
٣-٥-٧	فهم العوامل التي تُؤثِّر في طريقة عرض التوصيات المقترحة، وفهم آليات التحقُّق من استيعاب العملاء للتوصيات
٤-٥-٧	تقييم العوامل المؤثِّرة في اختيار معيار مقارنة مرجعي، والأساس الذي تبنى عليه عملية المراجعة: توزيع الأصول في المحفظة؛ تصنيف المخاطرة / العائد الخاص بالعميل؛ الاستثمارات البديلة؛ الضرائب؛ مجموعات الأقران؛ الحفاظ على قيمة رأس المال

بعد تحديد أهداف العميل، وتصنيف درجة تحمُّله للمخاطر الاستثمارية، تتمثَّل المرحلة اللاحقة في تنظيم جميع البيانات التي جمعها المستشار، وتحليل المركز المالي للعميل، وتحديد المجالات ذات الأولوية التي تستلزم حلولًا. وينطوي ذلك على تحويل البيانات إلى معلومات مكتوبة بصيغة مفهومة تتيح إمكانية تحليلها بسهولة. ويمكن تصنيف البيانات في عددٍ من الفئات مثل:

- بيان صافي قيمة الأصول.
- قائمة التدفقات النقدية.
- تحليل الوضع الضريبي.
- توقعات التدفقات النقدية مدى الحياة.

وبنهاية عملية تحليل المركز المالي الحالي للعميل وأيِّ قيود عليه، يكون المستشار قد وصل إلى المرحلة الأخيرة من عملية المشورة الاستثمارية ألا وهي وضع حلول مناسبة لتلبية احتياجات العميل.

٤-١ وضع إستراتيجية الاستثمار

عقب تحديد احتياجات العميل وأهدافه، واستكمال تقييم شامل لمركزه المالي الحالي، يستطيع المستشار تقييم الآتي:

- مدى ملاءمة الترتيبات المالية الحالية للعميل وقدرته على تحمل تكاليفها.
- الهدف الذي يسعى العميل إلى تحقيقه.
- أولويات العميل.

ينبغي ألا يغيب عن الذهن أن التخطيطَ المالي عمليةٌ طويلة الأمد، وليست عملية تجري لمرة واحدة. ويحتاج معظم العملاء إلى ترتيب احتياجاتهم بحسب أولويتها، ثم التعامل مع الأكثر إلحاحًا أولًا، وتأجيل معالجة الأخرى حتى تتوفر لديهم القدرة على تحمُّل تكاليفها.

وينطوي وضع إستراتيجية لتلبية حاجات العميل على الآتي:

- تقييم المجالات التي تقتضي حلولًا.
- تحديد الأولويات التي يجب معالجتها.
- تحديد الأمور التي يمكن تأجيل التعامل معها حتى وقت لاحق.
- وضع حلول محتملة للتعامل مع الأولويات، ومن ثَم إجراء مزيد من التحقيق فيها.

٤-٢ تقييم الأصول الموجودة لدى العميل

بعد اختيار إستراتيجية مناسبة لتلبية احتياجات العميل، على المستشار التمحيص في الأصول والمنتجات الاستثمارية االموجودة للتأكد من ملاءمتها. وينطوي ذلك على معرفة تفاصيل عن كلِّ منتج، وتقييم ما إذا كان يلبي احتياجات العميل، وتحديد أيِّ مشكلات قد تنشأ عن نقل هذه الأصول إلى خيارات بديلة. وهنا توجد عوامل كثيرة يجب مراعاتها، ويتوقف ذلك على نوع الأصل أو المنتَج أو الترتيب المستخدم. وفيما يأتي أمثلة عن العناصر الواجب مراعاتها:

- ملاءمتها للاحتياجات الحقيقية للعميل.
- ما إذا كانت خيارات ميسورة التكلفة.
- درجة المخاطر المرتبطة بالمنتج مقارنةً بمستوى استعداد العميل لتحمل المخاطر.
- مدى التنويع الاستثماري إن وجد.
- السُّيولة (أي سهولة بيع المنتَج أو تحويله إلى نقد).
- مستوى الرسوم المترتبة عليها مقارنةً بالمنتجات المماثلة.
- ما إذا كان الأصل يحقِّق دخلًا أم أنه أكثر ملاءمة لتحقيق نمو في رأس المال.
- الكفاءة / المعاملة الضريبية.
- أداء الاستثمارات، والنمو الذي حققته، وأي ضرائب مفروضة على عملية تحويلها إلى نقد.
- المدة اللازمة للاحتفاظ بأيِّ أصول للحصول على المكافآت المرتبطة بها.
- أيُّ غرامات مفروضة على الخروج من الاستثمار.

يوفِّر هذا التحليل الأساسَ اللازم لمواصلة عملية التخطيط المالي حيث يتيح للمستشار تحديد الأصول التي يجب الاحتفاظ بها، وأيها يجب التخلص منه لتمويل الأنشطة اللازمة لتحقيق أهداف العميل. أما الخطوتان اللاحقتان، فهما تحديد المنتجات المالية المناسبة لتلبية متطلبات العميل، وتقييم خصائصها.

٤-٣ الخدمات والحلول الاستثمارية

بالرغم من أن بيانَ سياسة الاستثمار يحدِّد موقف العميل من المخاطرة والعوائد المستهدفة، يبقى ضروريًّا اختيار مقترح استثماري مناسب ويلائم حاجات العميل وقادر على تحقيق أهدافه.

توجد مجموعةٌ متنوعة من الحلول الاستثمارية المحتملة التي يمكن الاختيار من بينها والمصمَّمة لتناسب فئات مختلفة من العملاء.

٤-٣-١ أنواع خدمات الاستثمار

الإدارة التقديرية والاستشارية

غالبًا ما تكون لدى العملاء أموالٌ كافية لضمان إنشاء محفظة استثمارية وإدارتها نيابة عنهم. وتُدار محفظتهم إما على أساس استشاري أو تقديري. تتضمن كلتا الخدمتين إدارة محفظة استثمارات للعميل، والفرق الأساس هو ما إذا كانت تُمنَح صلاحية بشأن تغييرات الاستثمار أم لا.

- خدمة الإدارة التقديرية هي الخدمة التي يمنح فيها العميل شركة الاستثمار حرية التصرف لإدارة استثماراته نيابة عنه. ويدير المدير المحفظة ويجري عليها تغييرات من دون الرجوع إلى العميل، ولكن ضمن القيود التي تفرضها أهداف الاستثمار لدى العميل والإستراتيجية التي تم الاتفاق عليها معه.
- خدمة الإدارة الاستشارية هي خدمة تُقدَّم للعملاء الذين لا يريدون التخلي عن اتخاذ القرار ويرغبون في البقاء مشاركين بشكل نشط في إدارة محافظهم. يدرس مدير المحفظة التغييرات التي تطرأ على محفظة عميله ويشرح سبب الحاجة إلى تغييرات معينة. ثم يقرر العميل ما إذا كان سيقبل المشورة أم لا.

تنفيذ الأوامر فحسب

الشراء أو البيع بتنفيذ الأوامر وحدها هو الشراء أو البيع الذي لا تُقدَّم فيه أي مشورة للعميل، وتقوم الشركة ببساطة بإجراء المعاملة. في مثل هذه الحالات، تُنفَّذ المعاملة بناءً على تعليمات العميل ولا يتم تقديم أي نصيحة حول مدى ملاءمة مسار العمل أو المنتج.

في مثل هذه الحالات، لا تُطبَّق في العادة متطلبات تنظيمية معينة، وبالتالي، على سبيل المثال، لا يلزم إجراء تقصي حقائق لتحديد التفاصيل الكاملة عن العميل. إذا قرر العميل مسار العمل، ثم بعد تزويده بالمعلومات، سأل عما إذا كان المنتج أو بعض الميزات مناسبة له، فلن تكون هذه عملية تنفيذ للأوامر فحسب، وستحتاج الشركة بعد ذلك إلى الخضوع لعملية تقصي الحقائق (KYC).

حتى لو كانت المعاملة ستجري على أساس تنفيذ الأوامر فحسب، فمن المتوقع أن يقدم المستشارون في بعض الولايات القضائية شكلاً من أشكال التعليق أو التحذير إذا اعتقدوا أن التجارة التي يقترحها العميل قد تكون غير مناسبة. وهذا مهم بشكل خاص في المواقف التي يكون فيها لدى المستشار سبب للاعتقاد بأن العميل قد لا يفهم المخاطر التي تنطوي عليها بشكل كامل، أو إذا كان يشك في أن العميل قد يتخذ قرارًا لا يخدم مصلحته.

٤-٣-٢ حلول المحافظ الاستثمارية

يمكن أن تتخذ المحافظ التقديرية والاستشارية عددًا من الأشكال، من بينها:

- محافظ الصناديق التي تمثل محفظة من صناديق الاستثمار المشتركة أو صناديق الإدارة المتعددة. وقد يشمل ذلك:
  - صناديق الإدارة النشطة للعملاء الذين يسعون إلى تحقيق إمكانية تحقيق عوائد أعلى من معيار مرجعي متفق عليه
  - محفظة من صناديق الاستثمار المشتركة منخفضة التكلفة للعملاء الذين لديهم مستويات أصول متواضعة ويحتاجون إلى خدمة مستمرة منخفضة التكلفة، أو
  - مزيجاً من الاثنين.

- المحافظ المدارة (أو النموذجية)، وهي عبارة عن محافظ موحدة مصممة حول مجموعة من ملفات المخاطر التي يمكن مطابقتها مع ملف العميل أو درجة تحمّله للمخاطر. وعادة ما تتكون هذه المحافظ من صناديق استثمارية مشتركة، لكنها قد تحتوي على مزيج من الحيازات المباشرة والصناديق. ويتلقى جميع العملاء في ملف معين نفس المحافظ بالضبط، والأهم من ذلك، أنّه يجري تداولها وتعديلها في نفس الوقت من قبل المديرين التقديريين.

- إن إدارة المحافظ الاستثمارية "المصممة حسب الطلب" هي النوع التقليدي من الخدمات التي تقدمها شركات إدارة الاستثمارات الخاصة ووسطاء البورصة. وتتضمن هذه الخدمة إنشاء وإدارة محفظة استثمارية حول الاحتياجات المحددة للعميل. إن الحد الأدنى لحجم المحفظة الاستثمارية لخدمة مخصصة (مطلوبة) مرتفع للغاية وغالبًا ما يتم تقسيمه بحيث يحصل المستثمرون الأثرياء على أعلى مستويات الخدمة. ومن بين خصائص إدارة الاستثمارات المخصصة المطلوبة ما يلي:
  - يتم الاتفاق مع العميل على تفويض الاستثمار مع إمكانية زيادة مستويات التخصيص لمبالغ أعلى.
  - يُعيَّن مدير استثمار لإدارة المحفظة، وغالبًا ما يكون لدى العميل إمكانية الوصول المباشر إلى مدير الاستثمار بالإضافة إلى مدير علاقاته.
  - تُستخدَم فئات الأصول التقليدية والبديلة ويمكن دمج الأصول الحالية في المحفظة وإدارة الحيازات الكبيرة بشكل منفصل.
  - تُحدَّد الرسوم عادةً عن طريق التفاوض وتعتمد على مستوى الخدمة المقدمة.
  - تُعَدّ التقارير بشكل متقَن مع تقارير وتحليلات تفصيلية للأداء

تميل المحافظ المصممة حسب الطلب إلى أن تتمتع بأعلى مستويات التخصيص والخدمة، والتفاوت بين الأنواع المختلفة المعروضة غالبًا ما يرجع إلى مستوى الدخول إلى الخدمة. غالبًا ما يكون لإدارة المحافظ المصممة حسب الطلب مستويات استثمار دنيا عالية مقارنة بمحافظ الصناديق والمحافظ المدارة، التي صمّمت لجذب جمهور أوسع بمبالغ أصغر نسبيًا للاستثمار.

بالنسبة إلى العملاء الذين يريدون خدمات تنفيذ الأوامر فحسب، قد يتم توفير لوحة صناديق مفضلة.

٤-٣-٣ صناديق الاستثمار

يُعدُّ استخدام صناديق الاستثمار للوصول إلى محفظة منوَّعة من الأصول السمةَ الأساسيةَ لهذا النوع من خدمات الاستثمار. حيث يمكن استخدام الصناديق المشتركة، أو أيِّ نوع من أنواع صناديق الاستثمار الأخرى، مثل الصناديق المغلقة، أو صناديق العائد المطلق، أو صناديق التحوُّط. وفي الجدول أدناه أمثلةٌ على بعض الأنواع العامة منها.

المحافظ الاستثمارية التي تركّز على العائد	• تدير العديد من الشركات الاستثمارية محافظَ نموذجية مكوَّنة من مجموعةٍ من صناديق الاستثمار التي تستهدف تحقيق أهداف استثمارية متنوعة كالنمو أو الدخل أو بناء محفظة متوازنة. • تخضع هذه المحافظ للمراقبة المستمرَّة، ويجري تعديلها بانتظام تبعًا لتقلبات السوق، والتغيرات التي يجريها مدير الصندوق. ويركِّز منهج الإدارة على العائد، ويسعى إلى تحقيق هدف حُدِّد بالاستناد إلى معيار مرجعي أو التفوق عليه.
المحافظ الاستثمارية التي تستهدف المخاطر	• يتمثل المفهوم الكامن وراء هذه المحافظ في تحقيق أقصى عائد ممكن، ولكن فقط عبر استهداف مستوًى معيَّن من المخاطر ضمن فئات مخاطرة محدَّدة سابقًا. بعد الاتفاق مع العميل على تصنيف درجة تحمُّل المخاطر الاستثمارية الخاص به، يجري اختيار محفظة نموذجية صُمِّمت لتوفير توليفة مناسبة من فئات الأصول والصناديق التي لا تحيد إلَّا قليلًا عن معايير المخاطرة المتفَق عليها ومن ثَم الاحتفاظ بها. • يهدف الصندوق إلى التأكُّد من أن مزيج الأصول داخل الصندوق يبقى في جميع الأوقات مناسبًا لتصنيف درجة تحمُّل المخاطر الاستثمارية الخاص بالعميل ولا يطمح ببساطة إلى التفوق على متوسط الأداء في القطاع. • عمومًا يمكن للقيود المفروضة على هذه الصناديق أن تجعل من الصعب على الصندوق أن يتفوق على مقياسه المقارن المرجعي ومن ثَم لا ينبغي أن يتوقَّع العميل تحقيق أداء متفوق للغاية.
المحافظ الاستثمارية النموذجية	• قد تقوم الشركة الاستثمارية بإنشاء محافظ نموذجية من الصناديق وتديرها بنفسها، أو قد تكلِّف جهةً خارجية بإدارة نشاط الاستثمار عبر استخدام صندوق قابض أو صندوق متعدِّد المديرين. • الصناديق القابضة (أو صناديق الصناديق - FoFs) – تُستثمر أصول هذه الصناديق في الصناديق المشتركة الأخرى للاستفادة من خبرة المديرين المتخصصين في كلِّ فئة من فئات الأصول. قد يكون الصندوق القابض مقيَّدًا، بمعنى أنه لا يستثمر سوى في الصناديق التي تديرها المجموعة نفسها، أو غير مقيَّد، حيث يجوز له الاستثمار في أيِّ صندوق وأيِّ مجموعة لإدارة الصناديق التي يختارها. • الصندوق مدير المديرين (MoM) - تدار الأصول من قِبل مديرين متخصصين في كلِّ فئة من فئات الأصول على أساس الفصل فيما بينها، وذلك وفقًا للتكليف الممنوح لمدير الصندوق متعدِّد المديرين. • بالنسبة إلى الصناديق متعدِّدة المديرين، تنحصر استثمارات الكثير منها في الأصول التقليدية فقط، بينما تتبنى صناديق أخرى منهجًا يقوم على الاستثمار في مجموعةٍ أوسع من الأصول، كالاستثمار في صناديق التحوُّط والسِّلع على سبيل المثال. ومن المهم أن يفهم المستشار الأجزاء المكوِّنة لكلِّ صندوق؛ لأنها قد تعرِّض المستثمرين لأنواع مختلفة من المخاطر.

عند تحليل مثل هذه الخدمات، ينبغي تحليل مجموعةٍ من العوامل المتمايزة للوصول إلى معرفة الآتي:

- ما إذا كان منهج الصندوق يركّز على العائد أم المخاطر.
- ما إذا كان ينطوي على إدارة محفظة استثمارية، أو استخدام صندوق قابض، أو صندوق متعدِّد المديرين.
- ما إذا كان يقتصر على استخدام فئات الأصول التقليدية فقط، أو يتضمن أصولًا بديلة أيضًا.
- مستوى التنويع الجغرافي، وتنويع الأصول، وما إذا كان الصندوق يدار بطريقة الإدارة النشطة، أو الإدارة السلبية، أو باستخدام مزيج من الاثنتين.
- ما إذا كان معدَّل دوران المحفظة مناسبًا. والمقصود بمعدَّل دوران المحفظة هو معدَّل شراء الأصول في الصندوق وبيعها من قِبل مدير الصندوق. وقد يكون معدَّل الدوران المرتفع مناسبًا، ولكنه ينطوي على رسوم أعلى لتغطية تكلفة التداول.
  - لاحظ أن النسبة سوف تتوقف على نوع الاستثمار داخل الصندوق: على سبيل المثال، سيكون لصندوق السندات قصيرة الأجل نسبة عالية نسبيًا، حيث تنضج السندات ويعاد استثمار عائدات الاسترداد.
  - بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن تتأثر النسبة بالمقاربة – بالنسبة إلى المقاربة الأساسية/التابع، يكون للعنصر "الأساس" (الشراء والاحتفاظ) نسبة أقل، ولكن للعنصر "التابع" نسبة أعلى.

٤-٤ التوصيات

ينبغي أن تتوافر لدى المستشار القدرةُ على تطبيق مجموعةٍ متنوعة من المعايير عند مطابقة الحلول الاستثمارية المتاحة مع احتياجات العميل. وعليه أن يدرك أن لكلٍّ عميل وجهات نظره وأهدافه واتجاهاته الخاصة. إلى جانب ذلك، تتفاوت المواقف تجاه المخاطر كثيرًا بتفاوت أهداف المستثمر. ومن ثَم تتنوع خيارات الاستثمار كثيرًا أيضًا.

على الرغم من أنه لا يمكن تقديم صيغةٍ شاملة ومفصَّلة لكلِّ عميل على حِدة، إلا أن هناك مجموعةً من الخطوات التي يتَّخذها المستشار، استنادًا إلى أهداف العميل، من حيث المخاطرة والعائد بعد الاتفاق عليها معه، آخذًا في الحسبان متطلبات السُّيولة، والقيود على الاستثمار، والمتطلبات الأخرى.

تُؤكِّد النظريةُ المالية وجودَ علاقة خطية بين المخاطرة والعائد. وبعبارة أبسط، كلما ازدادت المخاطرة الاستثمارية، يجب أن يرتفع العائد؛ لتعويض المستثمر عن المخاطر الإضافية التي يتعرَّض لها. وتتناسب علاوة المخاطرة التي يطلبها المستثمر مع مستوى المخاطر التي يتعرَّض لها.

وتقليديًّا، في نموذج المخاطرة / العائد الذي وضعه ماركويتز (Markowitz)، يمكن تصور محور المخاطرة مقسَّمًا إلى مناطق متمايزة، ومحددًا بثلاث فئات أصول رئيسة تشكِّل منتجات أساسية في أيِّ صندوق مشترك تقليدي ينشئه أيُّ مدير صندوق تقليدي من صناديق سوق النقد. وتُحدَّد هذه المناطق بثلاثة أنواع من الأدوات المالية: أدوات شبيهة بأدوات سوق النقد، وأدوات شبيهة بالسندات، وأدوات شبيهة بالأسهم؛ وتزداد المخاطر تدريجيًّا كلما انتقلنا من الأدوات الشبيهة بأدوات سوق النقد باتجاه الأدوات الشبيهة بالأسهم. أما الصناديق البديلة فهي استثمارات معاصرة أسهمت في توسيع المساحة المتوافرة للمخاطرة، كما تساهم في زيادة فرص التنويع المتاحة للصناديق التقليدية.

ومن هنا، فإن المرحلة الأخيرة من عملية التخطيط المالي هي وضع توصيات وخطة مالية لعرضها على العميل. ويجب أن تتضمَّن الخطة التفاصيل الآتية:

- توثيق المركز المالي الحالي للعميل.
- تحديد المجالات التي تتطلَّب المعالجة وما هي الأولويات.
- وصف مفصَّل للتوصيات وأسباب ملاءمتها للعميل.
- توثيق المجالات التي جرى تأجيل العمل فيها حتى تاريخ لاحق.

وعلى فرَض أن الحلَّ الموصى به ينطوي على تقديم خدمات استثمارية مستمرَّة، فيجب إعداد بيان سياسة الاستثمار، واختيار معيار مقارنة مرجعي مناسب؛ لمراقبة أداء المحفظة الاستثمارية بالاستناد إليه.

٤-٤-١ بيان سياسة الاستثمار (Investment Policy Statement)

يمكن عَدُّ بيان سياسة الاستثمار بمنزلة ملخَّص لأهداف العميل الاستثمارية، والعوائد المطلوبة، وتصنيف درجة تحمُّل المخاطر الاستثمارية لدى العميل، وأيِّ قيود ينبغي على مدير الاستثمار مراعاتها. وإلى جانب ذلك، ينصُّ البيان على إستراتيجية الاستثمار التي ستُستخدم لتحقيق أهداف العميل.

يجب أن يُصمَّم بيانُ سياسة استثمار خصيصًا لكلِّ عميل، لكن الجدول الآتي يوضِّح بعضَ العوامل الأساسية التي يجب أن يتضمَّنها.

بيان سياسة الاستثمار	
الأهداف الاستثمارية	• يجب تحديد الأهداف الاستثمارية باستخدام مصطلحات معروفة سبق شرحها للعميل، والاتفاق عليها معه؛ مثل تحقيق نمو رأس المال، أو الحفاظ على الثروة، أو تحقيق الدخل. • ينبغي أن يوضِّح هذا الجزء من البيان أهدافَ العميل ذات الصلة بإدارة استثماراته، مثل تحقيق مستوى ثابت من النمو حتى التقاعد. • ويجب أيضًا أن يشرح بالتفصيل أيَّ عوائد محدَّدة يجب تحقيقها، مثل توليد مستوًى معيَّن من الدخل الصافي بعد الضريبة.
تصنيف درجة تحمُّل المخاطر الاستثمارية	• يجب تحديد تصنيف درجة تحمُّل المخاطر الاستثمارية المتفق عليه مع العميل. • وينبغي أيضًا الإسهاب في شرح مواقفه من المخاطر وقدرته على تحمُّلها. • وجهات النظر المتعلّقة بالتقلُّبات في السوق والانسحاب من الاستثمار.
متطلبات السُّيولة	• أي متطلبات تتعلَّق بالحفاظ على مستوى معيَّن من السُّيولة. • ما إذا كانت هناك حاجةٌ لاستثمار الأموال الفائضة، أو توليد أموال إضافية؛ لزيادة الاحتياطي النقدي المخصَّص للحالات الطارئة للعميل. • تفاصيل عن الالتزامات المستقبلية المعروفة التي يجب الوفاء بها من رصيد المحفظة.
الإطار الزمني	• العوامل التي ستُؤثر في الجدول الزمني الذي يستثمر فيه العميل مثل تاريخ التقاعد.
الوضع الضريبي	• الوضع الضريبي للعميل وأثره في اختيار الاستثمارات. • استخدام أيِّ برامج أو حسابات مصمَّمة لتخفيف العبء الضريبي. • أي اعتبارات يجب مراعاتها عند حساب المكاسب الرأسمالية الخاضعة للضريبة.
إستراتيجية الاستثمار	• الحل الاستثماري الذي سيُستخدم لتلبية أهداف العميل، مثل الاشتراك في صناديق الاستثمار، أو الاعتماد على إدارة الاستثمار بحسب تقديرات المدير.
توزيع الأصول في المحفظة	• يجب أن يوضِّح بيانُ سياسة الاستثمار جميعَ فئات الأصول المسموح بها والتي يمكن استثمار المحفظة فيها. • يمكن وضع توزيع مستهدَف للأصول بشرط توافر إمكانية تغيير هذا التوزيع في ضوء التغير في العوامل المؤثِّرة في السوق. • أي قيود على قدرة مدير الاستثمار على تعديل توزيعات الأصول.
القيود على الاستثمار	• أي قيود أخلاقية أو غيرها يجب مراعاتها عند إنشاء المحفظة وإدارة الاستثمارات. • أي قيود على الاستثمار في أصول معيَّنة ضمن المحفظة، أو قيود على بيع أيِّ استثمارات.
معيار المقارنة المرجعي	• المعيار المرجعي المُستخدم للحكم على أداء المحفظة.
أي عوامل أخرى	• أي عوامل أخرى من شأنها أن تُؤثِّر في اختيار الاستثمارات وإدارتها، كالتركات مثلًا.

٤-٤-٢ اختيار معيار المقارنة المرجعي

يجب على مدير المحفظة والعميل الاتفاق على معيار مقارنة مرجعي واقعي؛ للحكم على أداء المحفظة بعد إنشائها. ويتوقف اختيار هذا المعيار على التوزيع الدقيق للأصول في المحفظة، ويجب أن يكون متوافقًا مع مستوى المخاطرة والعائد المتوقَّع للمحفظة. وإذا كان المدير يستخدم أحد المؤشرات بصفة معيار مقارنة مرجعي، فينبغي أن يمثِّل هذا المؤشر بديلاً استثماريًّا مجديًا للمحفظة التي جرى إنشاؤها. (انظر الفصل ٦ لمزيد من المعلومات عن كيفية استخدام معايير المقارنة المرجعية لقياس الأداء).

٤-٥ عرض التوصيات

يُعدُّ تقديم تقرير مكتوب للعميل جزءًا مهمًّا من عملية تقديم المشورة المالية.

فالتقارير المكتوبة توفِّر طريقة لعرض التوصيات التي جرى الاتفاق عليها شفهيًا في الاجتماعات مع العميل. كما أنَّ الصيغةَ المكتوبة تُسهِّل على العميل فهمَ بعض جوانب الملاحظات والتوصيات.

علاوةً على ذلك، ما من شك في أن التقريرَ المكتوب يمثِّل وسيلةً مهمَّة لتوثيق الحلول المُوصى بها والمعلومات الأساسية التي بُنيت عليها هذه الحلول. وينبغي أن يتجنَّب التقرير المكتوب إمكانيةَ حدوث أيِّ لبس أو سوء تفاهم فيما يخصُّ التوصية التي قدَّمها المستشار، وهو بذلك يُعدُّ بمنزلة ضمانة للمستشار في تبرير عمله، كما أنه يشكِّل سجلًا توثيقيًا بالنسبة للعميل.

في العادة، يتألَّف تقرير التخطيط المالي الموجَّه للعميل من الأجزاء الآتية:

- بيان يوضح أهداف العميل.
- ملخص عن دخل العميل والأصول التي يملكها، وغيرها من الملابسات أو المشكلات الأخرى ذات الصلة.
- التوصيات، بما في ذلك أيُّ مقترحات تقضي باتخاذ إجراءات فورية، فضلًا عن مقترحات الحلول طويلة الأجل؛ لكي ينظر فيها العميل في المستقبل. ويجب أن تكون هذه المقترحات مرفقةً بشرح الأسباب التي تبرِّرها - أي لماذا يعتقد المستشار أنها مناسبة للعميل- وأيِّ مخاطر أو حالات عدم مرونة مرتبطة بالحلول المقترحة. وينبغي أن تتضمَّن هذه التوصيات جداول زمنية لتنفيذها.
- الملاحق، بما في ذلك أيُّ معلومات وبيانات يكون من الأفضل عرضها على نحوٍ منفصل، إذا كان ذلك مناسبًا.

ينبغي على المستشار أن يرسل للعميل عروضَ الأسعار والرسوم التوضيحية والكتيبات المتعلّقة بالمنتجات بطريقة منظَّمة، ومن الأفضل أن يرفق معها فهرسًا يُلخص العناصر المختلفة المرسلة إليه. كذلك يجب أن تكون اللغةُ المستخدمة في التقرير موجزةً وواضحة قدر الإمكان، وألا تتضمَّن مصطلحات متخصصة، إلا حيثما كان ذلك ضروريًّا لشرح النقاط التي يتضمنها التقرير.

بعد إعداد التقرير المكتوب، تقضي الحكمة غالبًا أن يعقد المستشار اجتماعًا مع العميل لمنحه الفرصة لتوضيح أيِّ سوء تفاهم يتعلَّق بأهدافه، والسماح له بطرح الأسئلة حيثما تدعو الحاجة.

٤-٦ الاعتبارات التنظيمية للتوصيات

٤-٦-١ مبادئ الملاءمة

تختلف الخطوات التنظيمية المتوقعة من الشركة لضمان ملاءمة توصياتها ومناسبتها وفقًا لاحتياجات العميل وأولوياته، وأنواع الاستثمار أو الخدمة المقدمة، وطبيعة العلاقة بين الشركة والعميل.

٤-٦-٢ تعارض المصالح

هدف التعلّم

٦-١-٧ معرفة مفهوم "تعارض المصالح" وأهميته عند تقديم المشورة للعميل

ينشأ تعارض المصالح حين تتعارض المصالح الشخصية أو المهنية لشخص يشغل منصبًا ائتمانيًّا مع واجبه في التصرُّف بما يحقِّق المصلحة العليا للعميل. وكما رأينا في القسم ٢-١، فإنَّ التصرُّفَ بما يحقِّق المصلحة العليا للعميل يتطلَّب من المستشار ألَّا يضع نفسه في موقفٍ تتعارض فيه مصالحه الخاصة مع واجبه تجاه العميل.

ينبغي على الأعضاء في المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار (CISI) الالتزام بالمعايير المنصوص عليها في وثيقة "مبادئ المعهد". وبموجب هذه المبادئ، يجب على الأعضاء الالتزام في جميع الأوقات بالتصرُّف لا وفقًا للقواعد فحسب؛ بل ولدعم القيم التي يتبنَّاها المعهد أيضًا. وفيما يأتي نستعرض المبدأ المتعلّق بتعارض المصالح:

مدونة قواعد السلوك الصادرة عن المعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار

"تعارض المصالح – أن تتوخَّى الحذر من نشوء أيِّ تعارض في المصالح الشخصية أو غيرها، وأن تديره على نحو فاعل وعادل، مع الالتزام بالتشريعات واللوائح قدر المستطاع، والحرص على التحلّي بالصدق والأمانة، والتعاون مع جميع الهيئات التنظيمية التي تخضع لها، وعدم السكوت عن السلوك غير القانوني أو غير الأخلاقي والإبلاغ عنه للجهات المختصة".

يجب على المستشار المالي الالتزام دائمًا بواجباته تجاه العميل، وبمسؤوليته عن التصرُّف بما يحقِّق مصلحة العميل العليا. وينبغي أن تنطلق توصياته جميعها من احتياجات العميل، وليس من إمكانية تحصيل عمولة للمستشار أو الشركة. وإنَّ الإفصاح بصراحة عن أيِّ رسوم أو عمولات تترتَّب على تقديم المشورة الاستثمارية يمكن أن يساعد في إزالة هذا التعارض. تزداد أهمية الإفصاح عن المعلومات الجوهرية حين تكون للمستشار أو الشركة مصلحةٌ في قيام العميل بإجراء معاملة محدَّدة. ففي مثل هذه الحالات، من المحتمل أن ينشأ تعارضٌ بين ما يخدم مصلحة المستشار أو الشركة وما يخدم مصلحة عملاء الشركة.

تنشأ حالات تعارض المصالح أيضًا عندما تتداول الشركة لصالح عميل. فقد ترغب الشركة في التداول في ورقة مالية معيَّنة، ولديها في الوقت ذاته أوامر من عملاء آخرين على الورقة المالية نفسها. في مثل هذه الحالة، يجب على الشركة أن تضع الأوامر في السوق وفق الترتيب المناسب؛ بحيث لا تُعطي الأولوية لأيِّ عميل على غيره، وعليها أيضًا أن تمتنع عن التداول لحسابها الخاص إذا كان ذلك قد يضرُّ بتداولات العملاء.

مثال عن سياسات إدارة تعارض المصالح

في أوروبا، تشترط القوانين على شركات الاستثمار وضعَ سياسة موثَّقة لـ "إدارة تعارض المصالح". وبموجب هذه الالتزامات، على الشركة أن:

- تضع ترتيبات فاعلة على مستوى المنظمة والإدارة؛ للحيلولة دون أن تؤثِّر حالات تعارض المصالح سلبًا في مصالح عملائها، وأن تحرصَ على تطبيقها.
- تضع أنظمة رقابة وحواجز معلومات مناسبة لمنع تدفق المعلومات المتعلّقة بأنشطة الأبحاث الاستثمارية إلى باقي أقسام الشركة.
- تحرص على الإفصاح عن الطبيعة العامة أو المحدَّدة (حسبما تقتضي الحاجة) لأيِّ تعارض محدَّد في المصالح إذا عجزت عن إدارته. ويجب التنويه إلى أن استخدام الإفصاح يجب أن يقتصر على حالات الضرورة القصوى فقط.
- تضع سياسة فاعلة لإدارة حالات تعارض المصالح، وتحافظ عليها، وتطبِّقها على أرض الواقع.
- تزوِّد عملاءها الأفراد الحاليين والمحتملين بوصفٍ لتلك السياسة.
- تحتفظ بالسجلات المتعلّقة بالأنشطة التي انطوت على تعارض في المصالح.

من الواضح أن إزالة مصدر تعارض المصالح يمثِّل أفضل طريقة للتعامل مع حالات تعارض المصالح المحتملة، إلا أن ذلك ليس ممكنًا دائمًا. فهناك حالات لا يمكن فيها تجنُّب حدوث تعارض المصالح، ويجب على الشركة أو المستشار أن يدرك ضرورة الانسحاب من الصفقة في مثل تلك الحالة.

٥- المراجعة

هدف التعلّم	
٧-٥-٥	معرفة أهمية المراجعة المنتظمة للمركز المالي للعميل، والعوامل التي قد تستدعي إجراء تغييرات: التغيرات في ظروف العميل؛ التغيرات في البيئة المالية؛ توافر منتجات وخدمات جديدة؛ الصعوبات أو التغييرات الإدارية؛ التغيرات المتعلّقة بالاستثمار (كالتصنيف الائتماني، وقرارات الشركات)؛ إعادة التوازن إلى المحفظة؛ مراجعة معيار المقارنة المرجعي

رأينا سابقًا أن التخطيط المالي عمليةٌ دوريةٌ، وتقوم هذه العملية الدورية بفضل المراجعات المنتظمة للخطة المالية.

في نهاية المطاف، ترمي كلُّ مراجعةٍ إلى إطلاع العميل عمَّا إذا كان لا يزال على المسار الصحيح لتحقيق أهدافه، وإن لم يكن الأمر كذلك، ما الإجراءات الإضافية التي عليه اتخاذها. ويمكن أن توفِّر المراجعات المنتظمة فرصةً للنظر ما إذا كانت المحفظة الاستثمارية للعميل بحاجة إلى إعادة التوازن للحفاظ على توزيع الأصول المستهدف. وبموجب اللوائح، على شركة الاستثمار التي تقيم علاقة مستمرَّة مع أيِّ عميل أن تضع إجراءاتٍ مناسبةً من أجل الحفاظ على معلومات كافية ومحدثة عن العميل.

ويُوصى، عمومًا، بمراجعة الخطة المالية كلَّ ١٢ شهرًا على الأقل، ولكن قد يكون من الضروري مراجعتها أيضًا في حالات معينة، كحدوث تغيير مهمٍّ في ظروف العميل الشخصية. يمكن أن تتغير خطط العميل بسبب:

- تغير البيئة المحيطة به، مثل التغيرات في قوانين الضرائب والمخصصات، أو أداء سوق الأوراق المالية أفضل أو أسوأ من المتوقع؛
- تغير ظروف العميل أو تغير احتياجاته ورغباته وتطلعاته - كأن يتزوج العميل أو يطلق أو يتقاعد من العمل بدوام كامل أو يرث مبلغًا من المال أو ينجب طفلًا. لا تتغير احتياجات العميل المالية فحسب، بل قد تتغير أيضًا مواقفه تجاه التمويل وقد يصبح، على سبيل المثال، أكثر أو أقل تحفظًا بشأن المخاطرة.

قد يكون للتغيرات الصغيرة في السلوك المالي مجتمعة تأثير تراكمي كبير على مالية العميل. ومن خلال تكرار تمرين التخطيط بشكل منتظم، يمكن للمستشار والعميل أن يروا ما إذا كانا يحرزان تقدماً نحو أهداف العميل، أو ما إذا كانا ينحرفان عن الهدف ويحتاجان إلى إعادة التوازن أو استخدام بعض الانضباط المالي. تحدد المتطلبات التنظيمية في بعض الأحيان الحد الأقصى للوقت الذي يجب أن يمر بين المراجعات.

على المستشار أن يتفق في وقت مبكر على ما إذا كانت المراقبة والمراجعة المستمرة تقع ضمن اختصاصه - في كثير من الحالات، يكون الأمر كذلك. إذا كان الأمر كذلك، فيجب على المستشار أن ينصح العميل بالتكرار الذي يمكنه أن يتوقعه لرؤية تحديث للخطة وأي توصيات جديدة.

يجب أن تتضمن المراجعات الدورية للعملاء القيمة المحدَّثة لاستثمارات العميل. وكذلك تقييم الاستثمارات على أساس تم الاتفاق عليه بالفعل مع العميل (على سبيل المثال، عندما يتعلق الأمر بالأسهم والسندات، يجب أن تكون عملية التقييم متسقة فيما يتعلق باستخدام أسعار العطاء أو الأسعار المتوسطة وسعر الصرف المستخدم لأي أصول أجنبية). كما تشمل عمومًا بيانًا يوضح أي معاملات تم إجراؤها خلال الفترة (بما في ذلك أي رسوم تم خصمها، وأي إضافات أو سحوبات من محفظة العميل الاستثمارية).

إذا كان من المقرر إجراء مراجعة دورية كاملة، على المستشار إعادة التحقق من تفاصيل العميل وتحديد ما إذا كانت هناك أي تغييرات في ظروفه قد تتطلب تعديل الخطة. إذا كانت هذه هي الحال، على المستشار التحقق من التفاصيل الجديدة، ثم مراجعة التوصيات الجديدة مع العميل للتأكد من فهمه لتداعياتها بالكامل، تمامًا كما حدث في البداية.

ويجب أن تشمل المراجعة مجموعة مختلفة من العوامل بما في ذلك:

- مراجعة المشورة السابقة في ضوء أيِّ تغيرات في ظروف العميل، وتحديث التوصيات عند الضرورة.
- التغيرات في الأهداف والغايات والمبالغ المستهدف تحقيقها.
- مراجعة الافتراضات المستخدمة وتعديلها، عند الحاجة، لمراعاة التغيرات في ظروف السوق وعوائد الاستثمار ومعدلات التضخم المتوقَّعة.

- صافي الثروة، والدخل، والنفقات.
- توزيع الأصول، وتصنيف درجة تحمُّل المخاطر الخاص بالعميل (بما في ذلك إعادة التوازن إلى المحافظ الاستثمارية).
- ملاءمة المنتجات بما فيها المنتجات المصمَّمة لتخفيف العبء الضريبي التي يستثمر بها العميل، وإعادة النظر في رغبته في المخاطرة وقدرته على تحمُّل الخسارة.
- الحصول على أيِّ وثائق قد تكون مطلوبةً في اجتماع المراجعة.
- التحقُّق من وثائق شروط تقديم الخدمات الحالية، وتحديث المستندات إذا لزم الأمر.

في بعض الحالات، يمكن أن تطرأ تغيرات مهمة على واحدٍ أو أكثر من العوامل المذكورة أعلاه مما يستدعي وضع خطة مالية جديدة؛ وفي حالات أخرى، يمكن الاكتفاء بتعديل الخطة الحالية وتحديثها. لكن في كلتا الحالتين، من الضروري التأكُّد من أن العميل ما يزال قادرًا على فهم آلية عمل الخطة المالية وكيف ستساعده على تحقيق أهدافه فهمًا تامًّا.

لكي يكون التخطيط المالي فاعلاً، يجب أن يتكيف باستمرار مع ظروف العميل وأولوياته وتطلعاته، التي ستتغير بلا شك في ظلِّ الأحداث المهمَّة التي تقع في حياته، والتغيرات المتعلّقة بالمهنة، والتقدم في السِّن، وارتفاع عدد أفراد الأسرة أو تناقصه، والتغيرات في الوضع الصحي، والرغبات أو الاحتياجات. وفي كلِّ خطوة أو نقطة من حياته، يواجه العميل عددًا كبيرًا من الخيارات المتاحة أمامه، بالإضافة إلى بعض الخيارات التي قد لا يكون على دراية بها. ويستمر تقديم المشورة المالية للعميل طوال حياته المهنية، ولا يتوقف حتى عند التقاعد.

٦- رسوم إدارة الاستثمار

هدف التعلّم

٧-١-٥ معرفة آليات الدفع مقابل خدمات إدارة الاستثمار: رسوم الإدارة؛ رسوم المعاملات؛ المشورة المتعلّقة بالتخطيط المالي؛ الرسوم المرتبطة بالأداء؛ الرسوم المحسوبة على أساس طبيعة الخدمة المراد تقديمها ومعدل تكرارها

تتوقف الرسوم والعمولات المفروضة مقابل خدمات إدارة الاستثمار على طبيعة الخدمة التي تقدِّمها الشركة ومعدل تكرارها، وتشمل رسوم تقديم المشورة المالية، أو أي رسوم إدارة ذات صلة، أو الرسوم المترتبة على إدارة محافظ العملاء.

إنَّ تقديم المشورة المالية للعميل عمليةٌ تستغرق وقتًا طويلًا، ولذا تتوقَّع شركات إدارة الاستثمار الحصول على أجر مناسب مقابل خدمة تقديم المشورة. وتتقاضى هذه الشركات أجورها عادةً إما على أساس العمولة أو الرسوم، إذ يمكن الدفع مقابل المشورة التي يقدِّمها المستشار المالي عن طريق عمولة تُدفع مقدمًا، أو عمولة تُدفع من المنتَج نفسه في أثناء عمره الافتراضي، أو عن طريق الاثنتين معًا. وغالبًا ما يكون هذا النوع الأخير من العمولات متضمَّنًا في المنتجات الاستثمارية ويشكِّل نسبةً مئوية من قيمة الصندوق. وبدلاً من ذلك، قد تتقاضى الشركة رسومًا مقابل تقديم المشورة؛ حيث يُتفق على الرسم مقدمًا مع العميل، أو قد يكون رسمًا مدفوعًا لمرة واحدة فقط، أو محسوبًا على أساس عدد ساعات العمل بالنسبة للمشورة المتخصصة في مجالات معينة.

أنواع الرسوم والعمولات

تتفاوت أنواع الرسوم والعمولات المفروضة على المنتجات الاستثمارية مثل منتجات التأمين على الحياة والصناديق المشتركة، ونذكر منها:

- رسم أولي مقابل الاستثمار في المنتَج أو الصندوق، يُحسب على أساس نسبةٍ مئوية من المبلغ المستثمر.
- رسوم وعمولات جارية مقابل إدارة الاستثمارات المكوّنة للمحفظة الاستثمارية بما يتناسب مع التكاليف المترتبة على عمليات تداول الاستثمارات في المحفظة والإشراف الإداري عليها.
- في بعض أنواع الصناديق، قد يتقاضى مدير الصندوق رسومًا مرتبطة بالأداء، تُحسب على أساس الأداء الاستثماري للصندوق.
- قد تترتَّب على المستثمر أيضًا تكاليف خروج من الصندوق في بعض أنواع الصناديق أو في الحالات التي يجوز له الخروج المبكر من الاستثمار.

تُدفع هذه التكاليف عادةً من ضمن الاستثمار نفسه.

عندما تُدار المحفظة الاستثمارية نيابةً عن العميل، يترتَّب عليه دفعُ رسوم إدارة سنوية، تُحسب عادةً على أساس نسبةٍ مئوية من قيمة المحفظة، موزعة على مدار العام - على سبيل المثال، إذا كانت الرسوم ١٪ سنويًا، فيجوز أخذ ٠,٢٥٪ كل ربع سنة.

لقد جرت العادة أن تفرض اللوائح التنظيمية على الشركات واجبَ الإفصاح لعملائها عن طبيعة الخدمات التي تقدِّمها، وعن محتوى المعلومات التي على المستشار المالي توفيرها للعميل. وتتضمَّن هذه الالتزامات عادةً الأساسَ المستخدم لحساب الرسوم، وأيَّ رسوم متعلّقة بالمنتَج الاستثماري، وأيَّ عمولات يمكن أن تتلقَّاها الشركة من مزوّد المنتَج، و على الشركة عادةً الإفصاح عن هذه المعلومات للعميل كتابيًّا قبل أن تتخذ أيَّ إجراء لصالحه.

الإفصاح عن الرسوم

تتضمَّن المعلومات التي ينبغي تقديمها للعميل عادةً ما يأتي:

- السعر الكلي المطلوب دفعه بما في ذلك جميعُ الرسوم والعمولات والأجور والمصروفات ذات الصلة وأيُّ ضرائب مستحقَّة الدفع عن طريق الشركة.
- إذا لم يكن ممكنًا تحديد هذه الرسوم جميعها في آن واحد، يجب إطلاعه على الأساس الذي ستستخدمه الشركة لحسابها بحيث يتسنَّى له التحقُّق منها.
- يجب إعداد قائمة منفصلة بالعمولات التي تتلقاها الشركة من العميل.
- إذا كانت أيٌّ من التكاليف أو الرسوم واجبة الدفع بعملة أجنبية، فما هي تلك العملة، وما أسعار الصرف وتكاليفه.
- في حال وجود أيِّ تكاليف وضرائب أخرى مستحقَّة الدفع غير تلك التي تفرضها الشركة، فما الطريقة المتَّبعة لدفعها أو تحصيلها.

٧- النظام الضريبي

هدف التعلّم

٧-٣-١ معرفة تطبيق الضرائب الأساسية على الشركات: ضريبة الشركات؛ ضريبة المعاملات (مثل ضريبة احتياطي رسم الطابع)؛ ضريبة المبيعات

٧-٣-٢ معرفة الضرائب المباشرة وغير المباشرة المفروضة على الأفراد: ضريبة الدخل؛ ضريبة الأرباح الرأسمالية؛ ضريبة التركات؛ ضريبة المعاملات (رسم الطابع)؛ ضريبة المبيعات

٧-٣-٣ معرفة مبادئ الضريبة المقتطعة: أنواع الدخل الخاضعة للضريبة المقتطعة (withholding tax)؛ تخفيف العبء الضريبي عبر اتفاقيات منع الازدواج الضريبي؛ اقتطاع الضريبة من المصدَر

٧-٣-٤ معرفة مبادئ تخفيف الازدواج الضريبي (Double Taxation Relief)

٧-٣-٥ معرفة الآثار المترتِّبة على محلِّ الإقامة الدائم، ووضع الإقامة، والموقع الجغرافي للأصول

تختلف أنواع الضرائب المفروضة على المستثمرين من بلدٍ لآخر اختلافًا كبيرًا، فبينما تفرض بعضُ بلدان العالم مجموعةً واسعة من الضرائب على دخل الفرد ومكتسباته، لا يفرض بعضهم الآخر أيَّ ضرائب على الإطلاق. وتقدِّم بعض الحكومات أيضًا للشركات والأفراد تخفيضاتٍ وحوافزَ ضريبية متنوعة. فعلى سبيل المثال، كانت مدينة شِنزن (Shenzhen) في الصين واحدةً من أوائل "المناطق الاقتصادية الخاصة" التي أنشأتها الحكومة الصينية لتشجيع تطوير الأعمال والتجارة. أما بالنسبة للأفراد، فتتوافر في كثير من دول العالم تخفيضاتٌ ضريبية على اشتراكات التقاعد والبرامج التقاعدية، كما تجيز بعض الدول إنشاء حسابات ادِّخار متخصصة معفاة تمامًا من الضرائب.

١-٧ ضرائب الشركات والمبيعات

تخضع الشركات عمومًا لشكلٍ أو آخر من أشكال ضرائب الأعمال أو الشركات على أرباحها الكلية. وتشمل أرباح الشركة الكلية الأرباح الناتجة من أنشطتها بالإضافة إلى أيِّ مكاسبَ خاضعةٍ للضريبة.

لاحظ أن ضرائب الأعمال وضرائب الشركات ليست الشيء ذاته. في حين أن ضريبة الشركات هي نوع محدد من الضرائب المفروضة على أرباح الشركات من قبل الحكومة، فإن ضريبة الأعمال هي مصطلح أوسع يشمل ضرائب مختلفة - لا يقتصر على ضريبة الشركات بل أيضًا ضرائب المبيعات وضرائب الرواتب وضرائب الملكية، من بين أمور أخرى. اعتبارًا من عام ٢٠٢٣، وافقت أكثر من ١٣٠ دولة على تنفيذ معدل ضريبي أدنى عالمي بنسبة ١٥٪ وفقًا لإرشادات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية.

بخلاف الأفراد، الذين يدفعون الضرائب عن سنة مالية محدَّدة، تدفع الشركات ضريبة عما يُعرف باسم "المدة المحاسبية"، وهي عادةً المدةُ المشمولة بالقوائم المالية للشركة. ولا تتجاوز الفترة المحاسبية عادة ١٢ شهرًا، للاغراض الضريبية، على الرغم من وجود ظروف حيث يمكن أن تكون أقصر أو ممتدة حتى ١٨ شهرًا (على سبيل المثال، تشكيل الشركة حديثًا أو توقفها عن التداول).

- تبدأ المدة المحاسبية إما:
  - عندما تصبح الشركة خاضعةً لضريبة الأعمال أو الشركات لأول مرة
  - أو عندما تنتهي المدة المحاسبية السابقة.

- تنتهي المدة المحاسبية في إحدى الحالات الآتية، أيُّها يقع أولًا:
  - عندما تصل الشركة إلى تاريخها المحاسبي
  - مرور ١٢ شهرًا منذ بداية المدة المحاسبية
  - عندما تبدأ الشركة بممارسة أعمالها أو تتوقف عنها.

تختلف معدلاتُ ضريبة الأعمال أو الشركات التي تترتَّب على أيِّ شركة من بلدٍ إلى آخر، وغالبًا ما تتغير كلُّ سنة. تقدِّم الشركات معلوماتٍ مفصلةً عن أرباحها الخاضعة للضريبة إلى السلطات الضريبية بعد نهاية المدة المحاسبية للشركة. وتقوم السلطات بمراجعة الإقرار الضريبي للشركة؛ لتحديد مقدار الضريبة المستحقة، وإصدار تقرير ضريبي للشركة، تبيّن فيه مبلغ الضريبة المترتِّب عليها.

تُعدُّ ضرائبُ المبيعات مثل ضريبة القيمة المضافة (VAT) وضرائب السلع والخدمات (GST) من أشكال الضرائب غير المباشرة التي يتزايد انتشارها في العالم، ويتزايد عدد السلع والخدمات المشمولة بها أيضًا. والضرائب غير المباشرة هي رسومٌ مفروضة على الاستهلاك أو الإنفاق بدلًا من الدخل. ولذلك يُشار إليها أحيانًا بمصطلح الضريبة الاستهلاكية، وهي من أشكال الضرائب التنازلية؛ لأنها لا تستندُ إلى مبدأ "القدرة على الدفع".

٢-٧ ضرائب المعاملات المالية

تفرض الحكوماتُ ضرائب المعاملات المالية على معاملات بيع الأدوات المالية -كالأسهم - أو شرائها أو نقل ملكيتها أو تسجيلها.

تفرض العديد من دول مجموعة العشرين حاليًّا بعضًا من أنواع ضرائب المعاملات المالية، ولعل أكثرها شيوعًا هي الضريبة على تداولات الأسهم في الأسواق الثانوية. وتُعدُّ هذه الضرائب عمومًا ضرائب "متعلّقة بالقيمة" تُحسب على أساس القيمة السوقية للأسهم المتداولة، ويتراوح معدل الضريبة بين ١٠ و٥٠ نقطة أساس. فعلى سبيل المثال، تفرض المملكة المتحدة ضريبةً تُعرف باسم "رسم الطابع على معاملات الأسهم الالكترونية (SDRT)" بمعدل ٠,٥٠٪ على مشتريات الأسهم.

لقد ظلَّ الاتجاه نحو خفض الضرائب على معاملات الأسهم سائدًا في كثيرٍ من دول العالم على مدى العقود القليلة المنصرمة، فالولايات المتحدة الأمريكية مثلًا ألغت ضريبةَ معاملات الأسهم منذ عام ١٩٦٦؛ وألغت ألمانيا ضريبةَ معاملات الأسهم في عام ١٩٩١ وضريبةَ الأرباح الرأسمالية في عام ١٩٩٢؛ وألغت اليابان ضريبةَ معاملات الأسهم في عام ١٩٩٩. لكن الحكومات أبدت اهتمامًا خاصًا بضرائب المعاملات المالية في أعقاب الأزمة المالية العالمية، حين طلبت مجموعةُ العشرين من صندوق النقد الدولي (IMF) إيجادَ سُبلٍ كفيلةٍ بجعل قطاع الخدمات المالية يساهم "مساهمةً عادلةً وكبيرةً" في تغطية تكاليف الأزمة.

٧-٣ الضرائب الشخصية

في هذا القسم، سندرس بعضَ المبادئ العامة التي تستندُ إليها ضريبةُ الدخل، وضريبةُ الأرباح الرأسمالية، وضريبةُ التركات، وكيف تُؤثِّر هذه الضرائب على العميل، وعلى عملية وضع التوصيات الاستثمارية.

ضريبة الدخل

في معظم الأنظمة الضريبية، تُفرض ضريبةُ الدخل على الدخل الإجمالي للفرد في غضون سنة مالية. وقد تبدأ السنة المعنيَّة مع بداية السنة التقويمية، أو قد تبدأ في تاريخ عشوائي مختلف تمامًا. وغالبًا ما يُشار إليها باسم سنة تقييم الدخل، للدلالة على أن الدخلَ الناتج في تلك السنة يُشكِّلُ الدخلَ الذي تُحسب الضريبة على أساسه.

يمكن عادة تصنيف الدخل بحسب مصدره في عدة مجموعات:

- الدخل من الأجور أو المعاشات التقاعدية.
- الدخل من الفوائد الناتج عن الودائع المصرفية وحسابات سوق النقد والفوائد على السندات.
- الدخل من توزيعات الأرباح.
- الدخل من العقارات والأصول الأخرى.

تختلف الأسباب الكامنة وراء تصنيف الدخل، كأن تكون كلُّ مجموعة من هذه المجموعات خاضعةً لمعدلات ضريبية مختلفة، أو تتوافر لها تخفيضات ضريبية معيَّنة، أو لها ترتيبٌ معيَّن من حيث المعاملةُ الضريبية، إذا كانت هناك معدلاتٌ أعلى من الضرائب المستحقَّة الدفع.

وتختلف القواعدُ المتعلّقة بالضرائب والتخفيضات الضريبية اختلافًا كبيرًا من بلدٍ إلى آخر، ولكن سنورد فيما يأتي بعضَ المفاهيم الأساسية التي يجب أن يكون المستشار على درايةٍ بها.

الإقامة	• لعل المفهوم الأهم هنا هو مكان إقامة الفرد، الذي يحدِّد ما إذا كان خاضعًا للضريبة، وإذا كان الأمر كذلك، فما هي مصادر الدخل الخاضعة للضريبة.
الضرائب على الأصول في الخارج	• يجب أن يكون المستشار على درايةٍ بأيِّ ضريبة مقتطعة من أرباح الأسهم في الخارج؛ وسنشرح ذلك بمزيد من التفصيل في القسم ٧-٤ أدناه
المبلغ الصافي والإجمالي	• من المفاهيم المهمة الأخرى مفهومُ المبلغ الإجمالي والصافي. وبعبارة بسيطة، يُقصد بالمدفوعات الإجمالية المبلغُ المدفوع دون خصم أيِّ ضرائب، ويُقصد بالمدفوعات الصافية المبلغُ الذي خُصمت منه الضريبة قبل السداد. • ببساطة ينطوي حساب المبلغ الإجمالي بالاستناد إلى المبلغ الصافي (Grossing up) على تحويل العائد الصافي إلى إجمالي، بحيث يمكن حساب أيِّ التزام ضريبي. وعلى سبيل المثال، إذا كانت إيرادات الدخل تُدفع صافيةً من الضريبة التي نسبتها ٢٠٪، فإن المبلغ الصافي يُمثِّل ٨٠٪ من الإجمالي، ولحساب المبلغ الإجمالي: قسِّم مبلغ الدفع ببساطة على ٨٠ واضرب الناتج في ١٠٠.
الفوائد المستحقة	• بالإضافة إلى ذلك، يجب أن يكون المستشارُ ملمًّا بالمعاملة الضريبية للفوائد المستحقَّة عند شراء السندات أو بيعها. • تُسعَّر السندات بالسعر الصافي، ولكنَّ تسويتَها تتم بالسعر الإجمالي، مما يعني أن الفائدة المستحقَّة على السند تضاف إلى العقد بعدئذ. ولأغراض الضريبة، تُعدُّ الفوائدُ المستحقَّة حتى تاريخ تسويةِ معاملةِ البيع من حقِّ البائع. ومن ثَم فإنها تُضاف إلى التكلفة التي يدفعها المشتري، وتُدفع للبائع إضافةً إلى حصيلة البيع. • في العادة تُعدُّ هذه المدفوعات بمنزلة فوائد، وتخضع لضريبة الدخل، أو يمكن المطالبة بها كاقتطاع ضريبي.

السندات الصفرية	• من المفاهيم الأخرى التي يجب أن يلمَّ بها المستشارُ هي المعاملة الضريبية للسندات الصفرية (ZCBs). إذ لا تُدفع عليها أيُّ فوائد؛ بل تصدر (أو تُشترى) بخصم على قيمتها عند الاستحقاق. • وضعت السلطات الضريبية قواعدَ تضمن خضوع هذه السندات الصفرية لضريبة الدخل، حيث تقوم بإعادة تقدير قيمة حيازة المستثمر منها في نهاية السنة الضريبية عادةً، وتتعامل مع أيِّ مكسب أو خسارة نشأت في أثناء السنة الضريبية على أنها دخل.

ضريبة الأرباح الرأسمالية (CGT)

تنشأ ضريبة الأرباح الرأسمالية عندما يتصرَّف الفردُ في واحدٍ من الأصول التي يملكها، وتطبَّق عادةً على المكاسب المحقَّقة عند بيع الأسهم، أو تقديم هدية أو هبة. ويتوقف مبلغ الضريبة أيضًا على ما إذا كان المستثمرُ يستخدم أيًّا من الحسابات المصمَّمة لتخفيف العبء الضريبي المتاحة له، مثل الاشتراك في صندوق تقاعد. إذ تحمي هذه الحسابات الاستثمارات الموجودة داخلها من الضرائب الإضافية. لكن يمكن أن تصبح الضريبةُ مستحقَّةً على هذه الاستثمارات بمجرد إخراجها من الحساب.

وكما هو الحال بالنسبة لجميع أنواع الضرائب، تختلف القواعدُ المفصّلة المتعلّقة بها من بلدٍ لآخر، ولكن يجب على المستشار أن يلمَّ بالقواعد الضريبية المطبَّقة في البلد الذي يعمل فيه، وأن يضمن حصول العميل على مشورةٍ متخصصة إذا لم يكن مقيمًا في ذلك البلد، أو كانت لديه أصول في الخارج.

وعلى غرار ضريبة الدخل، هناك بعضُ المفاهيم الأساسية المتعلّقة بضريبة الأرباح الرأسمالية التي يمكن التوسع في شرحها.

وأوّلها، فهمُ ما هي الأصول التي تخضع لضريبة الأرباح الرأسمالية، وأيها يعفى منها. وفي حين أن هذا يختلف باختلاف الأصل، إلا أن هناك جوانبَ مشتركة بينها؛ إذ تستحقُّ هذه الضريبة على المكاسب الناتجة من الاستثمار في الأسهم، كما تُستثنى منها عادةً المكاسبُ المحقَّقة على السندات الحكومية، وعلى بيع المنزل الرئيس للفرد. وقد يكون لفهمِ ما الأصول الخاضعة للضريبة وأيها لا يخضع لها تأثيرٌ جوهريًا في اختيار المستثمِر للأصول التي يستثمرُ بها.

ثانيًا، ينبغي تحديد ما إذا كانت هناك أيُّ حسابات أو برامج توفِّر مزايا ضريبية، بحيث تُستثنى الأصولُ المودَعة في هذه البرامج أو الحساباتُ من ضريبة الأرباح الرأسمالية، ومن الأمثلة عليها برامجُ التقاعد، وبعضُ أنواع حسابات الادخار، والمعاملةُ الخاصة لبعض استثمارات رؤوس الأموال المخاطرة. وفي هذه الحالة أيضًا، قد يُؤثِّر وجودُ مثل هذه الحسابات في قرار المستثمر استثمارَ جزءٍ من أمواله فيها بسبب كفاءتها الضريبية.

إلى جانب ذلك، يجب أن يلمَّ المستشار بطرق حساب المكاسب، والاستثناءات والإعفاءات المتنوعة المتاحة، وما إذا كان هناك اختلافٌ في المعاملة بين المكاسب طويلة الأجل وقصيرة الأجل.

ضرائب التركات

لا تفرض بعضُ الدول أو الولايات أيَّ ضرائب على التركات أو الميراث، في حين يفرض بعضها الآخر ضريبة على ما يهبه الشخص أو يتركه عند وفاته، وتفرض فئةٌ ثالثة ضرائبَ على الميراث الذي يرثه الشخص.

يشعر كثيرٌ من العملاء الذي أفنوا حياتهم في جمع ثرواتهم بالاستياء والإحباط الشديدين عند التفكير في مقدار ضريبة التركات التي ستترتَّب عليها قبل أن تنتقل ملكيتها إلى المستفيدين. ومن هنا، فقد يكون تخفيضُ مقدار ضريبة التركات المستحقَّة حاجةً أساسية ينبغي مراعاتها في عملية التخطيط المالي للعملاء الأثرياء والأكبر سنًا.

يجب أن يكون المستشار ملمًّا بالعتبات المختلفة **لضريبة الميراث (IHT)** المسموح بها في الدول حيث يقيم عملاؤه، إذ تتوافر في معظم دول العالم تخفيضاتٌ وإعفاءاتٌ ضريبية يمكن الاستفادة منها لخفض حجم ضريبة التركات المدفوعة في نهاية المطاف. ويستطيع العميل أن يحدِّد الأشخاصَ الذين يرغب بتوريثهم ممتلكاته عند كتابة وصيته، ولكن ينبغي التأكُّد من صياغتها بعناية؛ من أجل الاستفادة من أي إعفاءات وتخفيضات ضريبية متاحة إلى أقصى حدٍّ ممكن.

ويجب على العملاء أن يدرسوا إمكانية تقديم الهبات في أثناء حياتهم؛ لتقليل الحجم النهائي لتركتهم الخاضعة للضريبة. وفي عديد البلدان، يجب تقديمُ الهبةِ قبل وفاة العميل بعددٍ محدَّد من السنوات، وإلا فإنها تفقد ميزتها الضريبية، ومن هنا تنبع أهميةُ التخطيط للمستقبل واتخاذ الإجراءات اللازمة مبكّرًا.

٤-٧ الضرائب على الأصول في الخارج

إذا كان المستثمرُ يملك أسهمًا في شركات خارجية، فإنه سيتلقَّى أرباح أسهم موزَّعة اقتُطعت منها الضريبة قبل السداد. تُعرف هذه الضريبة باسم «الضريبة المقتطعة»، وتخصم عادةً من المصدر من قِبل الشركة المُصدرة للأسهم أو وكيلها المكلَّف بالدفع.

إذا تلقى المستثمر أرباحًا من شركة في الخارج بعدما قامت بخصم الضريبة المقتطعة، تبقى أرباحه خاضعةً لضريبة الدخل، مما يجعله عرضةً لمخاطر الازدواج الضريبي على الدخل من أرباح الأسهم أو الفوائد. ولمعالجة هذه المسألة، تدخل الحكومات في اتفاقيات تُعرف بمعاهدات منع الازدواج الضريبي (أو اتفاقيات تجنُّب الازدواج الضريبي) للاتفاق على كيفية التعامل مع أيِّ مدفوعات. وبعبارة بسيطة، تتَّفق الحكومتان على معدل الضريبة الذي سيُقتطع على مدفوعات الفوائد أو الأرباح الموزَّعة.

يمكن تطبيق إعفاء الازدواج الضريبي (DTR) عندما يكون الفرد ملزمًا بدفع ضريبة الدخل على الأرباح المكتسبة من الخارج. وكما يوحي الاسم، يساعد إعفاء الازدواج الضريبي في حماية الأفراد من دفع الضرائب مرتين على نفس الدخل – مرة للدولة الأجنبية، ومرة أخرى لدولتهم الأم. ولكي يُطبَّق إعفاء الازدواج الضريبي، يجب أن يكون هناك اتفاقية تجنُّب الازدواج الضريبي (DTA) بين الدولتين المعنيتين. هناك العديد من هذه الاتفاقيات مبرمة بين دول حول العالم، مثل تلك التي بين المملكة المتحدة والصين، والولايات المتحدة ومالطا، والهند واليابان. بشكل عام، تحدّد هذه الاتفاقيات أن الضريبة تُفرض فقط من قبل الدولة التي تم فيها تحقيق الدخل، أو تحقيق أرباح رأس المال، أو حيث يقع العقار الأجنبي.

عندما يتلقى المستثمر دخل أرباح من الخارج، من المهم فهم الطريقتين الرئيستين للتعامل مع أي ضريبة مخصومة وكيف يمكن للمستثمر استرداد أي ضرائب مدفوعة زائدة:

- الإعفاء عند المصدر:
  - في هذه الطريقة، يمكن خصم الضريبة المقتطعة وفق معدل مخفَّض، بدلاً من معدل الضريبة المحلي العادي، وذلك باتخاذ الترتيبات المناسبة في ذلك البلد والحصول على الوثائق اللازمة ضمن معاهدات منع الازدواج الضريبي.
  - في بعض الدول، مثل الولايات المتحدة، يحتاج إعداد هذه الإعفاءات إلى كثيرٍ من الوثائق المهمة.
  - للاستفادة من الإعفاء من الضريبة عند المصدر، يتعين على المستثمرين التأكد من استكمالهم وتقديمهم للنماذج والوثائق اللازمة التي تطلبها السلطات الضريبية الأجنبية. وغالبًا ما يتضمن هذا العمل مع مستشارهم المالي أو أمين الحفظ للتأكد من تقديم جميع المستندات بشكل صحيح قبل دفع الأرباح.

- المطالبة باسترداد المبلغ:
  - حين لا يتوافر الإعفاء عند المصدر، أو لا يتسنَّى للعميل وضع الترتيبات اللازمة في الوقت المناسب قبل دفع توزيعات الأرباح، لا يمكن الحصول على الإعفاء الضريبي إلا بتقديم طلب لاسترداد مبلغ الضريبة المدفوع.
  - لكن المطالبة بالإعفاء من الضرائب الأجنبية، أو باسترداد مبلغ الضريبة المدفوع، تتطلَّب فهمًا عميقًا لاتفاقيات منع الازدواج الضريبي ذات الصلة، والقوانين الضريبية في البلد المعني، وطريقة عمل السلطات الضريبية فيه. ولهذا السبب يستعين المستثمرون بالخدمات الضريبية المتخصصة لأمناء الحفظ عادةً؛ لأن هذه الشركات تملك المعرفة الضرورية لإدارة هذه العملية، وتستطيع الوصول إلى شبكة من الفروع المحلية القادرة على تقديم الطلب نيابةً عن المستثمر.
  - إذا لم يكن الإعفاء عند المصدر متاحًا أو لم يكن من الممكن إجراء الترتيبات في الوقت المناسب قبل دفع الأرباح، فلا يمكن الحصول على الإعفاء إلا من خلال تقديم مطالبة بالسداد.
  - تتطلب المطالبة بالإعفاء من الضريبة الأجنبية أو الحصول على السداد فهمًا تفصيليًا لاتفاقية الازدواج الضريبي ذات الصلة، وقوانين الضرائب في البلد المعني، وعمليات السلطات الضريبية في ذلك البلد.
  - على المستثمرين تقديم مطالبة بالسداد إلى هيئة الضرائب الأجنبية لاسترداد الضريبة المحتجزة. قد تكون هذه العملية معقدة وتستغرق وقتًا طويلاً، وغالبًا ما تتطلب تقديم نماذج مختلفة وإثبات الإقامة الضريبية. وبالتالي، قد يحتاج المستثمر إلى استخدام خدمات ضريبية متخصصة، تمتلك المعرفة اللازمة ولديها إمكانية الوصول إلى شبكة من الحراس الفرعيين لتسهيل المطالبة. على المستثمرين التنسيق مع أمنائهم لضمان إعداد جميع المستندات المطلوبة وتقديمها بدقة.

٥-٧ الإقامة ومحل الإقامة الدائم

الإقامةُ ومحلُّ الإقامة الدائم مفهومان أساسيان من المفاهيم الأساسية لأنظمة الضرائب؛ لأنهما يحدِّدان مَن هم الأشخاص الخاضعين للضرائب، والأهم من ذلك الأصول أو الدخل الخاضع للضريبة. في هذا الصدد، تتبنى بعض البلدان اختبار الجنسية لتحديد المسؤولية الضريبية.

الإقامة (Residency)

يؤثر وضع الإقامة إلى حد كبير في التزامات الفرد الضريبية بما في ذلك التزاماته تجاه ضريبة الدخل وضريبة مكاسب رأس المال وضريبة الميراث. كما يحدد ما إذا كان لديه حق الوصول إلى أي مخصصات وخصومات ضريبية قد تقلل من التزاماته الضريبية الإجمالية.

لكل دولة قواعدها الخاصة التي تحدد حالة إقامة الفرد، إلى جانب التزامه بالضرائب. ويمكن تصنيف الأنظمة الضريبية لمعظم دول العالم في مجموعتين فضفاضتين: النظام الضريبي العالمي، أو النظام الضريبي الإقليمي.

- في البلد الذي يعتمد النظام الضريبي العالمي على أساس الإقامة، يدفع المقيمون في ذلك البلد ضريبةً على دخلهم ومكاسبهم الرأسمالية، بغض النظر عن مكان نشوء ذلك الدخل أو تلك المكاسب في أيِّ مكان في العالم. يُطبَّق هذا النظام الضريبي في دولٍ مثل المملكة المتحدة، وأستراليا، وألمانيا، وإيطاليا، واليابان.
- تطبق الولايات المتحدة نظامًا ضريبيًا عالميًا يعتمد على المواطنة، حيث يخضع المواطنون الأمريكيون للضرائب الأمريكية أينما كانوا يقيمون في العالم
- بموجب النظام الضريبي الإقليمي، يدفع المقيمون ضريبةً على الدخل والمكاسب الرأسمالية الناشئة في ذلك البلد فقط، ولا يخضع الدخل أو المكاسب الناشئة خارجه للضريبة. ومن الدول التي تستخدم مثل هذا النظام: فرنسا، وهونغ كونغ.

بعض الدول التي تتبنَّى النظام الإقليمي توسِّع القاعدة الضريبية للمقيمين فيها؛ لتشمل الدخلَ والمكاسبَ المحقَّقة في الخارج، لكن فقط في حال تحويل الدخل أو المكاسب إلى بلد الإقامة.

وفي حين توجد أشكال متنوعة من الأنظمة المذكورة أعلاه، إلَّا أن معظم الأنظمة الضريبية في العالم تندرج ضمن واحدٍ منها.

يختلف تعريف الإقامة من بلدٍ إلى آخر. بالنسبة إلى الأفراد، تُعدُّ الإقامةُ الفعلية على أراضي الدولة العاملَ الأكثر أهميةً على الإطلاق؛ حيث يقوم عديد من البلدان بتقييم هذا من خلال عدد الأيام التي يقضيها الفرد في البلاد وانتظام زياراته.

محل الإقامة الدائم (Domicile)

محلُّ الإقامة الدائم هو البلد الذي يَعدُّه الشخص موطنَه الدائم، أو يعيش فيه وله صلةٌ كبيرة به. ينبغي أن يكون لكلِّ شخص محلُّ إقامة دائم، ولا يجوز أن يكون لديه في أيِّ وقت من الأوقات أكثر من محل إقامة دائم واحد. وهناك ثلاثة أنواع من محلات الإقامة الدائمة:

- محل الإقامة الأصلي (Domicile of origin): محل الإقامة الدائم الذي يكتسبه كلُّ شخص عند الولادة.
- محل الإقامة الاختياري (Domicile of choice): محل الإقامة الذي يكتسبه الشخص المقيم في بلد ما، وينوي البقاء مقيمًا فيه دائمًا أو إلى أجلٍ غيرِ مسمًّى.
- محل الإقامة بحكم القانون (Domicile of dependency): كما هو الحال بالنسبة للأشخاص الذين يعيلهم شخصٌ آخر كالأطفال، والنساء المتزوجات في بعض الدول، والأشخاص الذين لديهم صعوبات ذهنية.

ولمفهوم محل الإقامة الدائم أهميةً كبيرة في مجالات قانونية عدة. ويُعدُّ صلةَ الوصل بين أيِّ شخص والنظام القانوني أو القواعد المطبقة على القضايا المتعلّقة بالزواج والشرعية والوراثة والضرائب.

الموقع الجغرافي للأصول

يتوقف الالتزام ببعض أشكال ضريبة التركات على محلِّ الإقامة الدائم للفرد، والموقع الجغرافي للأصول التي يمتلكها عادةً. ومن الضروري أن يفهم المستشارون ممن يتعاملون مع عملاء من بلدٍ آخر آلياتِ عمل هذه الضرائب؛ لأن هذا قد يُؤثِّر في الترتيبات التي يضعونها لعملائهم. وأيُّ ترتيب غير مناسب يمكن أن يؤدّي إلى عبءٍ ضريبي غير مقصود.

يُعدُّ محلُ الإقامة الدائم عاملًا حاسمًا في مسألة الخضوع لضريبة التركات. وتوجد أيضًا قوانين معقَّدة يمكن بموجبها عدُّ الشخص مقيمًا دائمًا في بلدٍ ما، ومن ثَم فإنه يصبح مسؤولاً عن دفع ضريبة التركات فيه.

ولكلِّ دولةٍ مجموعةٌ من القوانين المطبَّقة عند تحديد المكان الجغرافي للأصول. وقد لا يشكّل ذلك مشكلة بالنسبة لبعض العملاء الذين يملكون أصولًا محدودة في الخارج، فقد لا تتعدَّى قيمةُ تلك الأصول العتبةَ الدنيا التي تدفع ضريبة التركات عندها. أما بالنسبة لعملاء آخرين، فقد ينشأ لديهم التزامٌ ضريبي غير متوقَّع. ومن هنا كان ضروريًّا أن يدرك المستشار أهميةَ توخِّي الحذر عند التعامل مع الأصول في الخارج.

أسئلة نهاية الفصل

فكِّر في إجابة عن كلِّ سؤال من الأسئلة الآتية، ثم عُدْ إلى القسم المناسب للتحقُّق من صحة إجابتك.

١. **ما الغايةُ من قواعد تصنيف العملاء؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-١

٢. **ما الخطواتُ الست التي تنطوي عليها عملية التخطيط المالي كما عرَّفها مجلس معايير التخطيط المالي؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٣-١

٣. **كيف يمكن أن يُؤثِّر الوضعُ الصحي للعميل في موقفه تجاه المخاطرة في الاستثمار؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٣-٤

٤. **ما المكوناتُ الثلاثة التي ينبغي معرفتها لتحديد تصنيف درجة تحمُّل المخاطر الاستثمارية لعميل، وما الترتيب الذي ينبغي تحديدها وفقًا له؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢

٥. **ما وجه الاختلاف بين الاستعداد لتحمُّل المخاطر وتصور المخاطر؟**
مرجع الإجابة: القسمان ٢-١-١ و٢-١-٢

٦. **ما أهمية الاعتبارات المتعلّقة بالسُّيولة والأُطر الزمنية عند تقديم المشورة للعميل؟**
مرجع الإجابة: القسم ٣-٣

٧. **ما المبدأ الأساسي الذي يستند إليه التمويل الإسلامي؟**
مرجع الإجابة: القسم ٣-٥

٨. **اشرح الغرَض من بيان سياسة الاستثمار (IPS).**
مرجع الإجابة: القسم ٤-٤-١

٩. **لماذا تشكِّل المراجعات الدورية جزءًا مهمًّا من الخدمة التي يقدِّمها المستشار للعملاء؟**
مرجع الإجابة: القسم ٥

١٠. **تلقَّى عميلٌ أرباحًا موزَّعة من استثمار له في الخارج بعد خصم الضريبة المقتطعة من المبلغ. كيف يمكن التعامل مع هذه الضريبة؟**
مرجع الإجابة: القسم ٧-٤

الفصل الثَّامِن

التخطيط المالي مدى الحياة

١. التخطيط المبكّر للتقاعد ٢٩١

٢. تخطيط الحماية التأمينية ٣٠٣

٣. تخطيط التركات وصناديق ومؤسسات إدارة الممتلكات ٣١٩

يتضمن هذا الفصل قرابة ١٣ سؤالاً من أصل ١٠٠ سؤال من أسئلة الاختبار

١- التخطيط المبكّر للتقاعد

١-١ مقدمة

من المسلّم به عموماً أن الناس في عصرنا الحالي يعيشون حياة أطول من أيّ وقت مضى بفضل التقدم الطبيّ والتحسن العام في الصحة، وأنّ متوسط العمر المتوقع لمعظم الأفراد قد ازداد على نحو كبير في العقود القليلة الماضية. قد تؤثر صحة العميل على موقفه من المخاطرة. فالعميل الذي يتمتع بصحة جيدة، والذي يتوقع أن يحيا حتى سنٍّ متقدمة، قد يرى أن عليه توخّي الحذر في قراراته الاستثمارية بسبب طول المدة الزمنية التي يتوقع أن يعيشها بعد التقاعد. ومن ثم فقد يحتاج إلى توزيع رأس ماله على عدد كبير من السنوات.

لكن المزعج في الأمر أنّه لكي يتمتّع الأفراد بتلك السنوات الإضافية من العمر فإنهم بحاجة إلى مستوى من الدخل يكفي لتمويل نمط المعيشة الذي يرغبون فيه. لكي يكون الفرد قادراً على التمتع بحياته بعد التقاعد بدلاً من المعاناة من الفقر فيها، يجب عليه التخطيط قبل وقتٍ طويل واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق ذلك الهدف.

لا تعادل استحقاقات التقاعد الحكومية، عبر أنحاء العالم شتى، أكثر من حوالي ٤٠٪ فقط من متوسط صافي المكاسب والأرباح. وفي ظل التغييرات في التركيبة السكانية وارتفاع تكاليف توفير معاشات التقاعد، سوف ينخفض مصدر دخل المتقاعدين هذا ويصبح، في أحسن الأحوال، يكاد لا يكفي لتأمين مستلزماتهم الضرورية. وفي ضوء ارتفاع تكاليف توفير معاشات التقاعد الحكومية، باتت الحكومات مجبرة على إعادة تقييم مقدار ما تدفعه. ولذا فإنّه من الواضح أنّ الاعتماد على الحكومة لتوفير تقاعد مريح للأفراد لن يجدي نفعاً، كما قد تعجز خطط التقاعد القائمة حالياً عن توفير الأموال اللازمة للتقاعد.

يحتاج الفرد إلى ادخار رأسمال كبير لتوفير دخل يستحق العناء بعد التقاعد، الأمر الذي يعني أنّه كلما بكّر الفرد في الشروع بادّخار المال تحسباً للتقاعد، زادت فرصه في تحقيق نتيجة مُرضية.

١-٢ سن التقاعد المستهدف

هدف التعلّم

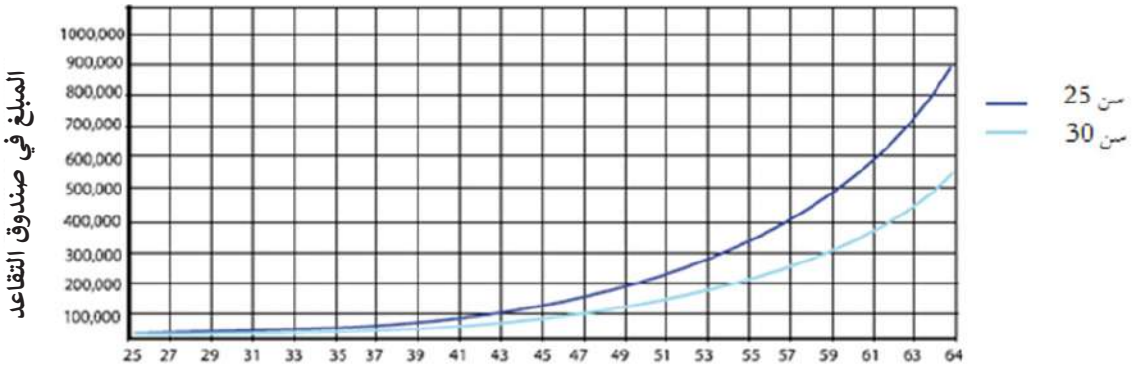
١-١-٨ فهم أثر سن التقاعد المستهدف على التخطيط المبكّر للتقاعد

متى أنهى الفرد عمله وخرج إلى التقاعد، فإنه يتوقف بلا ريب عن تحقيق الدخل، لكنه يبقى مضطراً مع ذلك إلى تلبية متطلبات معيشته اليومية وغيرها من الالتزامات، ما يشكّل حاجةً رئيسة من حاجات التخطيط المالي.

يتفاوت سن التقاعد بدرجة كبيرة بين الأفراد، بدءاً من أولئك الذين يخططون للتقاعد من العمل في سن التقاعد العادية- (فلنقل في الستينيات من العمر) – وصولاً للأفراد الذين يطمحون للتقاعد في وقت أبكر (النقل، في الخمسينيات)، وآخرين في وقت لاحق (في السبعينيات مثلاً). وعلى أي حال، غالباً ما سيضطرون إلى تمويل نفقات المعيشة والترفيه لمدة ٢٠ إلى ٣٠ سنة على الأقل، وذلك على افتراض أنه يتمتع بصحة جيدة ولديه رصيد من الثروة وليس مضطراً لترك العمل في وقت مبكر بسبب اعتلال الصحة أو خسارة وظيفته.

إنما يدلُّ هذا على أهمية التخطيط للتقاعد والشروع في الادخار مبكِّرًا قدر الإمكان. لقد شرحنا في الفصل الخامس سابق أسعار الفائدة المركَّبة، وكيفية حساب القيمة المستقبلية للنقود، ويمكننا استخدام هذين المفهومين لتحديد الأثر الناتج عن التأخر في البدء بالادخار للتقاعد.

ولتوضيح ذلك، افرض أن أحدهم بدأ بالادخار للتقاعد عندما كان في سنِّ ٢٥ عن طريق الاشتراك في صندوق تقاعد ينمو بمعدل ٥٪ حتى تاريخ تقاعده في سن ٦٥، وأنَّه ادَّخر ١٠٠٠ دولار في السنة الأولى، ثم زاد المبلغ المدَّخر بمعدل ١٠٪ كلَّ عام. بحلول موعد التقاعد، من المتوقَّع أن تبلغ قيمة مستحقاته التقاعدية المتراكمة في الصندوق قرابة ٩٠٠ ألف دولار. لكن لو تأخر هذا الشخص في البدء بالادخار خمس سنوات مثلًا، لأصبحت قيمتها نحو ٥٢٥ ألفَ دولار فقط كما هو موضَّح في الرسم البياني أدناه.



الأثر الناتج عن التأخر في الادخار للتقاعد

من الواضح أن ثمة فرقًا كبيرًا بين الاثنين على مدى هذه المدة الزمنية القصيرة، ولكن هناك أيضًا مسألة أخرى تستحقُّ أن نسلِّط الضوء عليها، ألا وهي تأثيرُ ذلك في دخل الفرد بعد التقاعد. فإذا فرضنا أن المستحقات التقاعدية يمكن أن تحقق للمستثمر دخلًا سنويًّا بمعدل ٥٪، فإن قيمة الدخل الناتج من الصندوق الأكبر حجمًا ستقارب ٤٥٠٠٠ دولار سنويًّا، بينما سيصبح هذا الدخل نحو ٢٦٠٠٠ دولار في حال التأخر في البدء بالادِّخار لخمس سنوات.

مثال

يمكننا استخدام معادلة القيمة المستقبلية (FV) من الفصل الخامس للوصول إلى طريقة لتقدير القيمة المستقبلية لسلسلة من المدخرات التقاعدية المنتظمة. وبالرغم من أن الرقم الناتج عند تطبيق هذه المعادلة لن يكون دقيقًا كما لو استخدمنا جدول بيانات، إلا أنه يوفِّر مؤشِّرًا على النمو المحتمل في حجم المبلغ المتراكم في صندوق التقاعد.

إذا فرضنا أن المستثمر يدفع اشتراك التقاعد السنوي في مطلع كلِّ عام، يمكن حساب القيمة المستقبلية باستخدام المعادلة الآتية:

$$Fv = Payment \times \left[\frac{(1+r)^n - 1}{r}\right] \times (1+r)$$

حيث: Fv = القيمة المستقبلية

Payment = المبلغ المستثمر

على سبيل المثال، افرض أن عميلًا طلب منك تقدير قيمة مدخراته التقاعدية الناتجة في حال استثمر مبلغ ١٠ آلاف دولار في بداية كلِّ عام لمدة ٢٠ عامًا بفائدة سنوية مركبة قدرها ٥٪. يمكنك حساب قيمة مستحقاته التقاعدية المتراكمة في الصندوق بعد ٢٠ عامًا كما يأتي:

Fv = $10,000 x [(1.05^20 - 1)/0.05)] = $10,000 x 33.06595 x 1.05 = $347,192

ويمكننا التحقق من هذه النتيجة في الجدول الآتي:

السنة	الرصيد في بداية المدة	معدل الفائدة	مقدار الفوائد	الرصيد في نهاية المدة
١	١٠٠٠٠,٠٠	٥٪	٥٠٠,٠٠	١٠٥٠٠,٠٠
٢	٢٠٥٠٠,٠٠	٥٪	١٠٢٥,٠٠	٢١٥٢٥,٠٠
٣	٣١٥٢٥,٠٠	٥٪	١٥٧٦,٢٥	٣٣١٠١,٢٥
٤	٤٣١٠١,٢٥	٥٪	٢١٥٥,٠٦	٤٥٢٥٦,٣١
٥	٥٥٢٥٦,٣١	٥٪	٢٧٦٢,٨٢	٥٨٠١٩,١٣
٦	٦٨٠١٩,١٣	٥٪	٣٤٠٠,٩٦	٧١٤٢٠,٠٩
٧	٨١٤٢٠,٠٨	٥٪	٤٠٧١,٠٠	٨٥٤٩١,٠٨
٨	٩٥٤٩١,٠٩	٥٪	٤٧٧٤,٥٥	١٠٠٢٦٥,٦٤
٩	١١٠٢٦٥,٦٤	٥٪	٥٥١٣,٢٨	١١٥٧٧٨,٩٢
١٠	١٢٥٧٧٨,٩٣	٥٪	٦٢٨٨,٩٥	١٣٢٠٦٧,٨٨
١١	١٤٢٠٦٧,٨٧	٥٪	٧١٠٣,٣٩	١٤٩١٧١,٢٦
١٢	١٥٩١٧١,٢٧	٥٪	٧٩٥٨,٥٦	١٦٧١٢٩,٨٣
١٣	١٧٧١٢٩,٨٣	٥٪	٨٨٥٦,٤٩	١٨٥٩٨٦,٣٢
١٤	١٩٥٩٨٦,٣٢	٥٪	٩٧٩٩,٣٢	٢٠٥٧٨٥,٦٤
١٥	٢١٥٧٨٥,٦٤	٥٪	١٠٧٨٩,٢٨	٢٢٦٥٧٤,٩٢
١٦	٢٣٦٥٧٤,٩٢	٥٪	١١٨٢٨,٧٥	٢٤٨٤٠٣,٦٧
١٧	٢٥٨٤٠٣,٦٦	٥٪	١٢٩٢٠,١٨	٢٧١٣٢٣,٨٤
١٨	٢٨١٣٢٣,٨٥	٥٪	١٤٠٦٦,١٩	٢٩٥٣٩٠,٠٤
١٩	٣٠٥٣٩٠,٠٤	٥٪	١٥٢٦٩,٥٠	٣٢٠٦٥٩,٥٤
٢٠	٣٣٠٦٥٩,٥٤	٥٪	١٦٥٣٢,٩٨	٣٤٧١٩٢,٥٢

أما إذا كان المستثمر يدفع اشتراكات التقاعد في نهاية كلِّ سنة، فيمكن عندئذ استخدام المعادلة الآتية:

$$Fv = Payment \times \left[\frac{(1+r)^n - 1}{r}\right]$$

وهكذا تصبح قيمة مستحقات التقاعد المتراكمة في الصندوق لو أضيفت المدخرات في نهاية العام على النحو الآتي:

$$Fv = \$10,000 \times [(1.05^{20} - 1)/0.05)] = \$10,000 \times 33.06595 = \$330,659.$$

لاحظ أن الفرق بين هذا الرقم والناتج في المثال السابق (وقدره ١٦,٥٣٣ دولارًا) يعزى حصرًا إلى تسديد دفعة مالية واحدة في وقتٍ أبكر (أي في مطلع العام بدلًا من نهايته) واستثمارها على مدى العشرين عامًا كاملة، أي:

$$\$10,000 \times (1.05^{20} - 1) = \$16,532.98.$$

يمكن أيضًا استخدام هذه المنهج لتوضيح تأثير الاختلاف في عمر التقاعد المستهدف للعملاء. بالعودة إلى المثال السابق حيث يبدأ العميل في الادخار للتقاعد في سنِّ ٢٥، تخيَّلْ أن العميل يريد التقاعد مبكِّرًا واستفسر منك عن الآثار الناتجة عن ذلك. يمكنك استخدام الجدول أدناه لتوضيح الحجم التقديري لمستحقاته التقاعدية والراتب التقاعدي الذي يمكن أن يتولّد عنه لكل عام. فاستعراض النتائج بهذه الطريقة يفسح في المجال للحديث عمَّا إذا كانت أهداف العميل قابلة للتحقيق أم لا. ويمكنه بعد ذلك التفكير فيما إذا كان دخله التقاعدي التقديري كافيًا، أو ما إذا كان يحتاج إلى تأجيل موعد تقاعده أو زيادة اشتراكاته التقاعدية لتحقيق الهدف الذي يسعى إليه.

عمر التقاعد المستهدف	الحجم التقديري لمستحقات التقاعد	الدخل التقاعدي التقديري
٥٠	١٧٥,٠٠٠$	٨,٧٥٠$
٥٥	٣٠٠,٠٠٠$	١٥,٠٠٠$
٦٠	٥٢٥,٠٠٠$	٢٦,٠٠٠$
٦٥	٩٠٠,٠٠٠$	٤٥,٠٠٠$

قد يكون الفرد محظوظاً بما فيه الكفاية للحصول على ترتيبات تقاعد جيدة عن طريق ربِّ عمله، الذي يمكن أن يستكمل المدخرات التي جمعها الفرد في حياته الوظيفية، أو قد يتخذ الترتيبات الخاصة به عن طريق مجموعة متنوعة من الطرق (على سبيل المثال، الادخار أو الاستثمار في العقارات أو الأصول التجارية).

من هنا، يجب أن يستند التخطيط المبكِّر للتقاعد إلى مقاربة واسعة النطاق تتمتع بالمرونة الكافية لاستيعاب مجموعة كبيرة من الإستراتيجيات.

في العالم المثالي، يعرف الفرد كم يحتاج من النقود بالضبط ليعيش حياة كريمة في سن التقاعد، وذلك لأنه يعلم بدقة عدد السنين التي سيعيشها والنفقات التي سيدفعها. لكن لا يمكن التنبؤ بالحياة إلى هذا الحد- لا سيما أنّنا قد نعيش لمدة أطول مما توقّعنا.

يوجد عدد من العوامل المتغيرة التي تؤثر في النتيجة على مر السنين، بما في ذلك معدل العائد على الاستثمارات، ومعدل التضخم، وثبات المبالغ المدخرة، ومصادر الدخل الأخرى خارج ترتيبات التقاعد، وطول العمر وغيرها.

٣-١ منتجات التخطيط المبكّر للتقاعد

هدف التعلّم

٨-١-٢ معرفة أنواع منتجات التخطيط المبكّر للتقاعد والمخاطر المرتبطة بها ومعايير ملاءمة الاستثمار وطرق التحديد والمراجعة

تميل برامج التقاعد إلى الحصول على معاملة ضريبية تفضيلية من الحكومات، وذلك بهدف تشجيع الأفراد على اعتماد خطط التقاعد الخاصة بهم، وبالتالي تخفيف العبء عن كاهل الحكومة بحيث لا تضطر إلى تمويل المتقاعدين بما يتجاوز راتب التقاعد الحكومي الأساسي. وتميل المزايا الضريبية إلى أن تكون ذات شقّين: تخفيف الضرائب على اشتراكات التقاعد التي يدفعها الفرد للصندوق، بالإضافة إلى الإعفاءات الضريبية من الضريبة على الأرباح والدخل الناتج من توزيعات أرباح الأسهم أو جزء منها.

ولهذا السبب، توفّر ترتيبات التقاعد في كثير من الأحيان واحدة من أفضل أدوات الاستثمار لتلبية احتياجات العملاء للاستثمار من أجل التقاعد.

ما من شك أنّ المستشار يحتاج إلى تحديد التفاصيل المتعلقة بأي برنامج تقاعدي قد اشترك فيه العميل مسبقاً أو يتوفر له خيار الاشتراك فيه. وعند القيام بذلك، يجب عليه أيضاً تحديد مدى توفر الاستحقاقات الناتجة عن الاشتراك في البرنامج. كما ينبغي أن يحدِّد السنَّ التي يمكن أن يتقاعد العميل عند وصوله إليها مع الاستفادة من هذه الاستحقاقات، وإمكانيّة توفّرها في صيغة مبلغ مقطوع معفى من الضرائب، مع دفع ما تبقى من الرصيد في هيئة دخل جارٍ أو بشكل آخر من أشكال الترتيبات. في ما يتعلق بهذا الدخل الجاري، ينبغي للمستشار أيضاً تحديد ما إذا كانت دفعات الدخل هذه سوف تستمر للزوج/الشريك المدني الذي يبقى على قيد الحياة بعد وفاة المستثمر.

وإلى جانب ذلك، ينبغي على المستشار تحديد مقدار أي استحقاقات يمكن الحصول عليها في حالة الوفاة قبل التقاعد. ومن المعتاد توفير مبلغ مقطوع ليتم دفعه إما عن طريق إعادة جزء من رصيد المتوفَّى أو عن طريق بوليصة تأمين على الحياة.

وسنتعرّف الآن بإيجاز على الأنواع الرئيسة من منتجات التخطيط المبكر للتقاعد.

١-٣-١ برامج التقاعد المهنية (OPS)

برامج التقاعد المهنية، كما يوحي الاسم، عبارة عن برامج تقاعد يقدمها ربّ العمل لموظَّفيه، وعادةً ما تكون جزءاً من حزمة المزايا والمكافآت المادية التي تقدمها الشركة للموظفين.

ويمكن تلخيص الملامح الرئيسة لهذه البرامج على النحو الآتي:

- يتولى ربّ العمل إعداد البرنامج.
- يساهم ربّ العمل في التكلفة الإجمالية، الأمر الذي يوفِّر ميزة إضافية كبيرة للموظف.
- يستفيد البرنامج عادة من المعاملة الضريبية المخفّضة جداً (على سبيل المثال، الإعفاء الضريبي على المساهمات).
- يمكن أن يوفر البرنامج وسيلة فاعلة جداً لتلبية احتياجات الفرد بعد التقاعد.

أما مقدار مساهمة الموظّف في الصندوق، فيقرّرها ربّ العمل نفسه، كما يحدِّد شروط الأهليّة للاشتراك في البرنامج (مثل من هم الأشخاص الذين يحقّ لهم الاشتراك فيه، وأي شروط تتعلقّ بالحدّ الأدنى للعمر والخدمة). وتتطلب برامج التقاعد المهنية عادةً من الموظفين المساهمة بنسبة من أجورهم في الصندوق؛ وتُعرف هذه باسم برامج التقاعد القائمة على الاشتراكات. لكن في بعض الحالات يقوم ربّ العمل بتمويل التكلفة بأكملها، وتُعرف برامج التقاعد المهنية في هذه الحال باسم برامج التقاعد غير القائمة على الاشتراكات.

وتتوقف التعويضات المستحقة بموجب برنامجٍ للتقاعد المهني على ما إذا كان البرنامج يرتكز إلى نظام المستحقات (التعويضات) التقاعدية المحدّدة أم المساهمات التقاعدية المحدَّدة. ويُعَدّ تحديد نوع البرنامج الذي اشترك فيه العميل أمراً ضرورياً للغاية.

برامج المستحقات التقاعدية المحددة

يقدِّم برنامج التقاعد المهني الذي يأخذ صيغة برنامج المستحقات (التعويضات) المحددة للمتقاعد، مبلغ معاش تقاعدي محدد مسبقًا استنادًا إلى معايير محددة. وهناك نوعان: صيغة الراتب النهائي، حيث يرتبط المعاش التقاعدي المستلم بعدد سنوات الخدمة والراتب النهائي للفرد؛ وصيغة متوسط المهنة، والتي تحسب المعاش التقاعدي على أساس متوسط الراتب المكتسب طوال مسيرة الفرد المهنية.

ويتعهّد برنامج المستحقات التقاعدية المحددة بصورة أساسية بمنح الموظَّف مستوى معيَّناً من الدخل عند التقاعد، ويعبَّر عن هذا المقدار عادةً بنسبة مئوية من الراتب النهائي. وعادةً ما يتم تقديم اشتراكات الصندوق من قبل كلٍّ من ربِّ العمل والموظف على السواء، على الرغم من تفاوت نسبة مساهمة كلا الطرفين في الصندوق من برنامج لآخر.

بالنسبة إلى الموظف، لهذا البرنامج ميزة تتمثّل في السماح له بوضع خطط التقاعد مع علمه بمقدار الدخل الذي سيحصل عليه. أما عيوبه المحتملة فتتمثّل في أن الموظف، في السنوات الأخيرة من عمله، قد لا يكسب المقدار ذاته من المال الذي كسبه عندما كان في أوج نشاطه وقدرته على الكسب. هذا وينبغي للمستشار أيضاً عند تقييم مثل هذا البرنامج مراعاة المركز التمويلي للبرنامج وما إذا كان قادراً على تحمل عبء دفع التعويضات الموعودة.

وفي برنامج المستحقات التقاعدية المحددة، يمكن أن تتوافر لدى العميل درجة معقولة من اليقين حول مقدار الدخل الذي سوف يحصل عليه عند التقاعد، ولذا فإنّ جل همّ العميل عند مناقشته مع المستشار المالي يتركّز على ما إذا كان هذا الدخل كافياً أم لا، إلى جانب كيفية احتساب أي زيادات سنوية، والضمان الطويل الأجل لصندوق التقاعد.

برامج المساهمات التقاعدية المحددة

بدلاً من ذلك، يمكن لبرنامج التقاعد المهني أن يأخذ شكل برنامج مساهمات محددة، حيث يرتبط المعاش التقاعدي الذي يقدِّمه بالمساهمات (الاشتراكات) المدفوعة والأداء الذي حققه الاستثمار. ومن الأمثلة المعروفة على ذلك برنامج 401K التقاعدي المؤهل الموجود في الولايات المتحدة، الذي يسمح للموظفين المؤهلين بالادخار والاستثمار من أجل تقاعدهم في حساب يتمتع بمزايا ضريبية.

وفي برنامج المساهمات المحدّدة، تكون المقاربة مختلفة، إذ يساهم كلٌّ من ربِّ العمل والموظف أيضاً عادة في اشتراكات الصندوق، ويتم استثمار هذه المساهمات في تجميع رصيدٍ من المال يمكن استخدامه لشراء المستحقات عند التقاعد. وعادةً ما يتم وضع هذه الأموال في حساب مخصص للموظف، فيكون على يقين بأن الرصيد سوف يكون متوافراً لاستخدامه عند التقاعد.

ويتوقّف الحجم النهائي لصندوق التقاعد في برنامج المساهمات المحددة على أدائه الاستثماري. وعند التقاعد، ينظر العميل في إمكانية استخدام هذا الرصيد لتوفير المعاش التقاعدي، وذلك عن طريق شراء بوليصة تأمين سنوية (annuity) مثلاً. وبالتالي، فإنّ مبلغ المعاش التقاعدي الذي يكون العميل قادراً على توفيره يتوقّف على حجم الرصيد في ذلك الوقت ومعدلات الفائدة السائدة في وقت التقاعد.

ولذا فإنّ عيب برنامج المساهمات المحددة يكمن في أن الإيرادات الفعلية التي سيحصل الموظف عليها عند التقاعد ليست معروفة مسبقاً قبل التقاعد، الأمر الذي يجعل من التخطيط الفاعل مسألةً أصعب بكثير. وفي هذا النوع من برامج التقاعد، يتحمل الموظف أغلب المخاطر، حيث لا يوجد مبلغ محدَّد للمعاش التقاعدي. ومن ثم تتوقف قيمة المعاش النهائية على كمية المال التي استُثمرت ومدى نجاح الصناديق التي استثمر فيها.

من الناحية التاريخية، إذا عرض صاحب العمل برنامج تقاعد مهني، فسيُعرض ذلك البرنامج في معظم الأحيان بوصفه برنامج مساهمات تقاعدية محددة. وبما أنَّ برامج المساهمات التقاعدية المحددة تقدّم دخلاً "مضموناً" طوال فترة التقاعد، فإنها تُعتبر "المعيار الذهبي" من قبل الأفراد وأفراد أسرهم المعالين ماليًا. ومع ذلك، وبمرور الوقت، أصبحت مثل هذه البرامج أقل شعبية لدى أصحاب العمل، إذ يتعيّن عليهم أن يغطّوا أي عجز بين الدفعات للأعضاء وكذلك المبلغ المتاح في صندوق التقاعد. وهذا ما دفع كثير من أصحاب العمل الذين قدموا برامج مساهمات تقاعدية محددة إلى إغلاق هذه البرامج بإحدى ثلاث طرائق:

- **التجميد التام أو الإنهاء** – يُغلق البرنامج أمام العمال الجدد، ولا يُسمح للأعضاء الحاليين بتجميع المزايا.
- **التجميد الناعم** – يُغلق البرنامج أمام العمال الجدد فقط، في حين يمكن للأعضاء الحاليين أن يستمرّوا في تجميع المزايا.
- **التجميد الجزئي** – يُجمّد البرنامج لبعض الأعضاء (ولكن ليس جميعهم).

تحديد نوع البرنامج التقاعدي ومراجعته

من الممكن في بعض الحالات تحديدُ نوع برنامج التقاعد الذي يشترك فيه العميل مباشرةً إذا كان نوعه معروفًا للعميل أو في السوق، ولكن هذه العملية تتطلَّب في أغلب الأوقات مراجعةَ الوثائق المتعلّقة بالبرنامج ولا سيَّما إذا كان الاسم المستخدم لوصف نوع البرنامج غير واضحٍ. وعمومًا، يتوقف الفرق بين نوعي برامج التقاعد على الجهة التي تموّل البرنامج والأساس الذي يُدفع على أساسه الراتب التقاعدي الناتج.

١-٣-٢ الملاءمة

على الرغم من أن القاعدة العامة تنصُّ على أنَّ برامج المستحقات التقاعدية المحدَّدة أفضل من برامج المساهمات التقاعدية المحددة، إلا أنه ما من سبيلٍ لمعرفة أيهما أفضل للعميل من دون تحديد متطلبات العميل وتصنيف درجة تحمُّله للمخاطر الاستثمارية وتحليل البرنامج التقاعدي نفسه.

وفيما يأتي بعضُ العوامل التي يجب مراعاتها:

- بالنسبة إلى البرامج المستحقات التقاعدية المحدَّدة:
  - مقدار الدخل التقاعدي الذي سيحصل عليه العميل، وأي مزايا أخرى يوفرها الصندوق مثل دفع مبلغ مالي عند الوفاة للزوج أو الشريك المدني الباقي على قيد الحياة.
  - ما إذا كان الدخل الذي توفّره هذه البرامج بعد التقاعد مضمونًا، وطريقة حساب الزيادات في الراتب التقاعدي.
  - مخاطر الاستثمار، فتمويل الراتب التقاعدي يقع على عاتق ربِّ العمل، ولذلك ينبغي التمحيص في المركز المالي لربِّ العمل؛ لتقييم قدرته على الوفاء بهذه الالتزامات.
  - يجب التدقيق في تمويل البرنامج لتحديد قابليته للاستمرار من ناحية درجة اليقين باستمرار دفع الراتب التقاعدي.

- بالنسبة إلى البرامج المساهمات التقاعدية المحدَّدة:
  - الخيارات المتاحة هي استثمار المبلغ المتراكم في صندوق التقاعد من أجل توفير دخل للمستثمر عند التقاعد كشراء بوليصة تأمين على الحياة تدفع فوائد سنوية (annuity) أو ما إذا كان ممكنًا الوصول إلى رأس مال ذلك المبلغ.
  - كما ذكرنا أعلاه، مقدار الدخل التقاعدي، وطريقة حساب الزيادات في الراتب التقاعدي، والمزايا الأخرى مستحقَّة الدفع.
  - يتوقف حجم المبلغ المتراكم في صندوق التقاعد بحلول موعد التقاعد على أداء الاستثمارات على مدار عمر الصندوق، ولا سيَّما في وقت التقاعد. وقد تكون الأسواق حينها في حالة صعود أو انهيار، لذا يجب دراسة الخيارات المتاحة للتخفيف من مخاطر المحفظة الاستثمارية مع دنوّ سنِّ التقاعد المقصود، والتحقُّق مما إذا كان مدير الصندوق يستخدم إستراتيجية تعديل درجة المخاطر الاستثمارية تلقائيًا، أم يجب البدء باستخدامها (إستراتيجية تعديل درجة المخاطر الاستثمارية (lifestyling) منهجٌ يقوم على الانتقال تلقائيًا إلى الاستثمار في أصول ذات مخاطر أقل مع اقتراب سنِّ التقاعد المستهدف للعميل).
  - يتوقف مقدار الدخل التقاعدي الناتج عن الاستثمارات عند التقاعد على حجم صندوق الاستثمار، ولذا ينبغي النظر في إمكانية جني دخل من الفوائد السنوية لبوالص التأمين على الحياة (أو الخيارات الأخرى التي قد تكون متاحة).

- عمومًا:
  - يمكن أن يُؤثِّر متوسط العمر المتوقَّع للفرد ووضعه الصحي في اختيار الاستثمارات. فعلى سبيل المثال، إذا كان العميل يعاني من وضع صحي سئ يجعل متوسط عمره المتوقَّع محدودًا، فقد يرغب في الوصول إلى رأس مال المبلغ المتراكم في صندوق التقاعد مبكِّرًا بدلًا من الترتيب للحصول على فوائد سنوية من بوالص التأمين على الحياة.
  - قد تُؤثِّر ثروةُ العميل ومركزه المالي العام أيضًا في اختيار إستراتيجية الاستثمار والصناديق المناسبة، وقد يستلزمان إعادة النظر في منهج التخفيف من مخاطر المحفظة الاستثمارية.

١-٣-٣ برامج المعاشات التقاعدية الشخصية

الاشتراك في برامج التقاعد التي توفرها الشركات ليس أمراً متاحاً للجميع، وفي هذه الحالة فإن برامج التقاعد الشخصية متاحة للفرد لتوفير وسيلة تضمن له الحصول على استحقاقات التقاعد، وتُعدُّ هذه البرامج شكلًا من أشكال برامج المساهمات المحددة. وعادة ما تستفيد هذه البرامج أيضاً من المعاملة الضريبية التفضيلية نفسها، ما يجعلها بديلاً فاعلاً للأفراد. ولبرنامج التقاعد الشخصي ميزةٌ تتمثّل في تمكين الفرد من اختيار مزوِّد الخدمة والصناديق التي يتم الاستثمار فيها، لكن ذلك يأتي بلا شك على حساب غياب مشاركة ربِّ العمل في اشتراكات الصندوق.

في الحقيقة، ينظم العديد من أرباب العمل لموظفيهم برامج تقاعد شخصية جماعية، وذلك عن طريق اتّخاذ الترتيبات اللازمة لإدارة هذه البرامج بالتعاون مع إحدى شركات التأمين أو شركات إدارة الأصول. وقد يساهم أرباب العمل هؤلاء باشتراكاتٍ في برامج المعاشات التقاعدية الشخصية للموظفين أيضاً، لكن الموظف عادةً ما يختار الاستثمارات الخاصة به من القائمة المتوافرة لدى الشركة المزوِّدة هذه، على الرغم من أن كل شركة توفِّر أيضاً خياراً تلقائياً للموظفين الذين لا يرغبون في اختيار الاستثمارات الخاصة بهم.

١-٤ تقدير الاحتياجات عند التقاعد

هدف التعلّم

٨-١-٣ القدرة على احتساب الاحتياجات المالية عند التقاعد

كما هي الحال في كل جانب من جوانب التخطيط المالي الأخرى، فإن الإعداد للتقاعد يتطلّب اتّباع عملية منظَّمة ومدروسة.

وتتمثّل المراحل الرئيسة للعملية في ما يأتي:

- تحديد **المركز المالي الحالي** للعميل
- تحديد **طموحات العميل في ما يتعلق بالتقاعد**
- تحديد **مقدار رأس المال اللازم توافره** عند التقاعد لتمويل خطط العميل
- تحديد **مبلغ الدخل الذي سيحتاج إليه** عند التقاعد لتمويل نمط حياته المرغوب
- تقييم خطط التقاعد الحالية للعميل إلى جانب الأصول الموجودة بحوزته والتزاماته المالية ومنتجات تأمين الحماية المتوافرة له
- تطوير إستراتيجية للاستثمار والحماية بما يلبي حاجات العميل
- تحديد الحلول المناسبة
- تنفيذ تلك الإستراتيجية والمواظبة على مراجعتها بصورة دورية.

١-٤-١ المركز المالي الحالي

على غرار الأنواع الأخرى من التخطيط المالي، يحتاج المستشار في الاجتماع الأولي مع العميل إلى جمع المعلومات والحقائق الأساسية المتعلقة بالعميل.

وقد تطرّقنا للحديث عن مبدأ التقصي عن الحقائق في القسم ٣ من الفصل ٥، لكن من الجدير ذكره هنا أن المعلومات الأساسية ذات الصلة بالتقاعد التي ينبغي على المستشار الحصول عليها تتضمن ما يأتي:

- **معلومات شخصية** - وتشمل المعلومات المتعلقة بالعمر والوضع العائلي والعمل.
- **المعالين** - التفاصيل المتعلقة بالأطفال الصغار وغيرهم من الأشخاص الذين يجب على العميل إعالتهم ورعايتهم.
- **الحالة الصحية** - معلومات عن صحة العميل ووظيفته وما إذا كان يشارك في أي أنشطة يُحتمل أن تشكّل خطراً على صحته أو سلامته.
- **الأصول** - حجم الأصول والمدخرات وأي تركات متوقعة.
- **الالتزامات** - ما الديون التي ينبغي سدادها وما السبيل إلى تأمين الاستمرار في دفعها أو سدادها في حال المرض أو الوفاة.
- **الدخل والإنفاق** - تفاصيل عن دخل العميل وإنفاقه بحيث يمكن تقدير احتياجات الدخل المحتملة عند التقاعد.
- **الحماية** - تفاصيل عن أي بوالص تأمين الحماية موجودة لدى العميل حالياً قد تكون ذات صلة بعملية التخطيط للتقاعد.
- **أي تكاليف ضخمة متوقَّعة** - مثل تكاليف حفلات الزفاف والجامعة.

في حين أن المعلومات الأساسية اللازمة لا تختلف عن تلك اللازمة للأنواع الأخرى من التخطيط المالي، فإنّ وجه الاختلاف في عملية جمع المعلومات يكمن في أنّ التركيز ينصبُّ على تحليل موقع العميل في الوقت الراهن وأين يتوقع أن يصبح عند التقاعد. ولذلك تتضمن المعلومات الإضافية التي يحتاج إليها المستشار كلًا مما يأتي:

- تاريخ التقاعد المتوقع
- دفعات المبالغ المقطوعة المتوقعة من أي ترتيبات حالية للتقاعد
- تقديرات الدخل التي يمكن للعميل أن يتوقعها من أي ترتيبات للتقاعد قائمة حالياً
- مقدار أي معاش تقاعدي حكومي مستحق الدفع
- مستوى الاحتياطيات النقدية التي سيحتاج إليها العميل لحالات الطوارئ والحوادث غير المتوقعة.

ولكي يطوِّر المستشار إستراتيجيةً للعميل انطلاقاً من المعلومات التي جمعها، يجب عليه أن يفهم بالتفصيل تطلّعات العميل، كما ينبغي أن يراعي أموراً أخرى عديدة نذكر منها:

- تقديرات لأيّ مبلغ مقطوع قد يحتاج إليه العميل عند التقاعد لسداد ديون مثل القروض العقارية أو لتمويل أشياء مثل الإجازات والأعياد
- تقديرات لأيّ دخل سيحتاج إليه العميل عند التقاعد، مع الأخذ في الاعتبار معدّل التضخم.

وبالتالي فإن المرحلة التالية تتطلّب تحديد ما هي تطلّعات العميل واحتياجاته.

٢-٤-١ التطلعات والاحتياجات

لقد تغيرت تطلّعات الناس المتعلقة بالتقاعد على نحو ملحوظ منذ ثمانينيات القرن العشرين، حين كانت برامج المنافع المحددة أكثر انتشاراً، ومتوسط العمر المتوقع أقصر؛ ويجب على المستشار أن يفهم العوامل المتغيرة التي قد تؤثر على ظروف العميل وتطلّعاته بعد التقاعد.

بعد تحديد سن التقاعد المستهدف للعميل، فإن المرحلة التالية تتضمّن إجراء تقديرات لكلٍّ من المبلغ المقطوع ومتطلبات الدخل التي سيكون بحاجة إليها. وهنا لا بدّ من مراعاة احتياجات العميل على المدى الطويل، فضلاً عن أي احتياجات فورية، وحاجته المحتملة إلى تلقّي العلاج الطبي والرعاية الطويلة الأجل.

ومن الطرق الشائعة لاستكشاف مقدار الدخل الذي يحتاج إليه العميل بعد التقاعد أن يطلب المستشار من العميل استكمال خطة للإنفاق، كما هو مبين في الجدول أدناه:

المصاريف	قبل التقاعد	بعد التقاعد	الفارق
دفعات الإيجار أو الرهن العقاري			
سداد القروض الأخرى			
سداد ديون بطاقات الائتمان			
الضرائب			
الطعام			
الملابس			
الغاز والكهرباء والمياه			
تكاليف المدارس			
الاتصالات الهاتفية والإنترنت			
تكاليف السيارة بما في ذلك تكاليف الوقود والإصلاح والصيانة والتأمين			
الأنشطة الاجتماعية			
العطل والاستجمام			
أخرى			
الإجمالي			

ينبغي على العميل استخدام هذا الجدول لتسجيل إنفاقه الحالي ومن ثم تقدير معدل إنفاقه بعد التقاعد، علماً أن التقاعد عموماً سوف يؤدي إلى انخفاض تكلفة العديد من بنود الإنفاق، مثل خفض تكاليف التنقل بسبب عدم الحاجة إلى استخدام وسائل النقل للوصول إلى مكان العمل، في حين سوف تزداد تكلفة بعض البنود الأخرى مثل العطلات والاستجمام. وسوف يوفّر هذا التقييم مؤشراً عن مقدار الدخل السنوي الصافي الذي سيحتاج إليه العميل بعد التقاعد من أجل تمويل نمط الحياة الذي يرغب فيه.

من ناحية أخرى، قد يكون تقدير الإنفاق المستقبلي أمراً صعباً. فإذا لم يكن العميل في وضع يمكّنه من تقديم تقييم واقعي، فإنّ القاعدة العامة المتعارف عليها تقول إنّ أي شخص يحتاج إلى حوالي ثلاثة أرباع دخله الصافي من أجل المحافظة على نمط معيشة مماثل بعد التقاعد.

وتتمثّل الخطوات التالية في تحديد مقدار المال الذي يحتاج العميل إلى توفيره بنفسه، والمقدار المتوقع حصوله عليه من أي برامج للتقاعد يشترك فيها، بالإضافة إلى أي معاشات تقاعدية حكومية قد يتلقاها.

مثال

يحتاج عميلٌ إلى ٥٠,٠٠٠ دولار أمريكي من الدخل سنوياً لسد مصاريف معيشته، قبل الضريبة، وأنه يستطيع أن يتوقع بصورة واقعية الحصول على معاش تقاعدي قدره ٣٠,٠٠٠ دولار من برنامج التقاعد الخاص به و٥,٠٠٠ دولار من معاش التقاعد الحكومي، وبالتالي، يبقى عليه تمويل فارقٍ قيمته ١٥,٠٠٠ دولار.

إذا افترضنا أن أسعار الفائدة الحالية سوف تسمح للعميل في الواقع بكسب ٦٪ سنوياً، فكم مقدار المبلغ المقطوع الذي سوف يكون بحاجة إليه؟ يمكننا بواسطة عملية حسابية بسيطة أن ندرك أنه سوف يحتاج إلى مبلغ مقطوع قيمته حوالي ٢٥٠,٠٠٠ دولار (أي، ١٠٠ x ٦/١٥,٠٠٠$).

لكنّ هذا التقييم مبنيٌّ على أساس قيمة النقود اليوم، وبالتالي فإن على المستشار تقدير قيمة هذا المبلغ في المستقبل في ضوء معدّلات التضخّم.

ولاحتساب هذا، فإننا بحاجة إلى معرفة سن التقاعد المستهدف للعميل وتقدير معدّل التضخم المتوقع على مدى تلك المدة. إن محاولة التنبؤ بمتوسط معدل التضخم لمدّة زمنية معينة مسألة تنطوي على العديد من المشاكل، لكن يجب على المستشار النظر إلى معدل التضخم السائد في بلد العميل ثم تحديد رقمٍ من شأنه أن يوفّر تقديراً محافِظاً للعميل.

دعونا نفترض إذاً أن العميل ينوي التقاعد في غضون ٢٥ سنة، وأن التقديرات تشير إلى أنّ متوسط معدل التضخم في تلك المدة سيكون ٤٪ سنوياً. ولتقدير قيمة المبلغ المقطوع الذي قد يتطلبه العميل بعد ٢٥ عاماً، نضرب المبلغ المقطوع الذي يحتاج إليه (٢٥٠,٠٠٠ دولار) بمعدّل التضخم السنوي، ٢٥ مرة. وللقيام بذلك، اتبع الخطوات الآتية:

- حوّل معدل التضخم إلى رقم عشري وأضف ١ لتحصل على الناتج ١,٠٤.
- ارفع الناتج ١,٠٤ إلى الأس ٢٥، لتحصل على ٢,٦٦٦٥٨... (حيث ترمز علامة "..." إلى أن الرقم مستمر إلى ما لا نهاية).
- اضرب المبلغ الإجمالي الذي قدره ٢٥٠,٠٠٠ دولار في ٢,٦٦٦٥٨...
- فيكون الناتج مساوياً لقيمة المبلغ المقطوع اللازم بعد مراعاة آثار التضخم المتوقع، أي ٦٦٦,٤٥٩$.

يمكن الحصول على النتيجة بالعملية التالية:

المبلغ الإجمالي: = ٢٥٠,٠٠٠$ x (١ + ٠,٠٤)^{٢٥} = ٦٦٦,٤٥٩$

من الواضح أن هذا مبلغٌ أكبر بكثير، لكن أهميته في مثالنا تكمن في أن نفهم مقدار حجم الرصيد الذي يحتاج إليه العميل حقاً. وفي نهاية المطاف، إذا نمت مدخرات العميل إلى ٦٦٦,٤٥٩ دولاراً وبقيت إمكانية حصوله على نسبة ٦٪ المتوقعة قائمةً، فإن الرصيد سيحقّق ٣٩,٩٨٨ دولاراً. وهذا يعادل بالضبط مقدار الدخل السنوي اللازم الذي قيمته ١٥,٠٠٠ دولار بعد مراعاة معدل التضخم، وبعبارة أخرى: ١٥,٠٠٠$ x (١ + ٠,٠٤)^{٢٥}.

يفترض هذا المثال أنّ العميل سيستخدم المبلغ المقطوع فقط لتوليد الدخل المطلوب ولن يستخدم جزءاً من رأسماله لتكملة الدخل. لكنّ هذا التمرين يعطينا رقماً مستهدفاً للمبلغ الذي يجب توفيره من الاستثمارات التي سيستثمر فيها العميل.

بعد تحديد ذلك، ينبغي على المستشار إضافة أي مبالغ مقطوعة أخرى يحتاج إلى توفيرها لتلبية خطط العميل وطموحاته. ومن ثمّ فإنه سوف يأخذ في الاعتبار أيَّ مبالغ مقطوعة متوقعة تتوافر لدى العميل أسباب كافية ليتوقع الحصول عليها، نتيجة بوالص تأمين الحماية أو خطط المعاشات التقاعدية أو التركات على سبيل المثال.

وبهذا يحصل المستشار على قيمة المبلغ الصافي من رأس المال الذي ينبغي له توفيره. وهنا أيضاً ينبغي تعديل هذا المبلغ في ضوء معدلات التضخم، ويمكن استخدام العملية الحسابية نفسها الواردة أعلاه لتحديد قيمة هذا الرقم.

١-٤-٣ المصادر الأخرى لرأس المال والدخل بعد التقاعد

قد تمثل ترتيبات المعاشات التقاعدية جزءاً رئيساً من أصول العميل التي سوف يستخدمها عند التقاعد، لكنها ليست الحل الوحيد، ولا بد من مراعاة مجموعة كبيرة من الأصول الأخرى. فالموجودات الأخرى الباقية لدى العميل سوف تساهم أيضاً في توفير الأموال اللازمة لتمويل التقاعد. وهي تشمل الآتي:

- المنزل الذي يقطنه العميل، وإن بقي بحاجة إليه عند التقاعد، يتيح له فرصةً لتحرير جزء من رأس المال. على سبيل المثال، بيع وشراء منزل أقل ثمناً، أو تسييل الأصول (إن توفّر ذلك).
- قد يملك العميل عقاراً يؤجّره، وهذا إما أن يوفر مبلغاً مقطوعاً للاستثمار أو مصدراً مستمراً للدخل.
- قد تكون لدى العميل منشأته التجارية الخاصة، وربما تكون الفرصة مؤاتيةً لبيع هذه بوصفها مشروعاً تجارياً ناجحاً، وذلك من أجل تسييل الأصول، أو تسليم إدارة المشروع لأشخاص آخرين مع استمرار العميل في الحصول على الدخل إما عن طريق المشاركة المحدودة في تسيير الأعمال أو الترتيبات الاستشارية أو توزيعات أرباح الأسهم.
- قد تكون لدى العميل مجموعة كاملة ومتنوعة من الأصول الأخرى التي قام العميل بتجميعها أثناء حياته، بما في ذلك الودائع النقدية والاشتراكات في صناديق الاستثمار الجماعية وغيرها من المنتجات الاستثمارية.

في الحالات جميعها تقريباً، قد يكون توافر مزيج من أنواع الأصول المختلفة أمراً ضرورياً لتحقيق أهداف التخطيط للتقاعد الخاصة بالعميل، إلى جانب منتجات الحماية التأمينية المناسبة.

١-٤-٤ تقييم خطط التقاعد الحالية

بعد تحديد عمر التقاعد المرغوب للعميل ومقدار الدخل ومجموع رأس المال الذي سوف يحتاج إليه لتحقيق ذلك والأصول التي يمتلكها حالياً، يمكننا أن ننتقل إلى تقييم ما إذا كانت خططه الحالية للتقاعد مناسبةً لأهدافه أم لا.

يجب على المستشار أن يحدِّد نوع خطة التقاعد لدى العميل والمستحقات التي ستوفّرها بعد التقاعد. ولذلك فإنّ من الضروري تحديد كلٍّ من الآتي:

- السن الذي يمكن فيه الحصول على مستحقات التقاعد
- المبلغ المتوقع للدخل الذي سيكون مستحق الدفع إذا كان العميل قد اشترك في برنامج من برامج المستحقات المحددة، وكيف يتم احتساب الزيادات المستقبلية على المعاش التقاعدي
- إذا كان البرنامج من برامج المساهمات المحددة، قيمة رصيد التقاعد والصناديق التي يستثمر فيها
- أيِّ غرامات، مثل التخفيضات الإكتوارية، التي قد تفرض في حال رغب العميل في الحصول على مستحقات التقاعد مبكراً
- المبلغ الإجمالي المقطوع الذي يمكن الحصول عليه عند التقاعد.

وفضلاً عن تحديد نوع البرنامج التقاعدي الذي اشترك فيه العميل، ينبغي للمستشار أيضاً النظر في ما إذا كان ممكناً المساهمة باشتراكات إضافية. فقد يكون العميل قادراً على دفع اشتراكات إضافية إلى برنامج التقاعد من أجل تحقيق اعتمادات مالية إضافية للتقاعد، ويمكن لهذه أيضاً أن تستفيد من المعاملة الضريبية المخفَّضة.

أما إذا لم يكن من الممكن تقديم مساهمات إضافية في برنامج التقاعد، فينبغي للمستشار حينها التحرّي عما إذا كان برنامج التقاعد الذي تقدِّمه الشركة يوفِّر أيضاً ترتيباتٍ حيث يمكن دفع اشتراكات إضافية في صندوق تقاعد منفصل. وتُعرف هذه أحياناً باسم الاشتراكات الطوعية الإضافية (Additional Voluntary Contributions AVCs) حيث تشكّل جزءاً من البرنامج نفسه، أو تكون اشتراكات طوعية إضافية مستقلة (FSAVCs) إذا ما قُدِّمت مع مزوّد منتجٍ آخر. وتوفِّر هذه الأخيرة للفرد درجة أكبر من حرية الاختيار في ما يتعلق بمزوِّد الخدمة وطريقة استثمارها على السواء.

١-٥ تقديم التوصيات

هدف التعلّم

٨-١-٤ معرفة العناصر التي يجب إدراجها في التقرير الذي يتضمّن التوصيات للعميل

ينبغي تقديم التوصيات للعميل في تقرير مكتوب حتى يتسنّى له الوقت الكافي للتفكير في تفاصيل الحلول المقترحة وحتى تتوافر خطة موثّقة يمكن الرجوع إليها في وقت لاحق، عند استعراض التقدم الحاصل ومراجعته.

ويجب أن يلخص التقرير التفاصيل التي تم الحصول عليها من العميل مع توضيح وضعه الحالي. وهكذا فإنه ينبغي أن يتضمن التفاصيل المتعلقة بالأهداف والأولويات التي اتُّفق عليها، ومن ثم ينتقل إلى شرح السبل التي أدت للوصول إلى التوصيات المقترحة.

وبالتالي يجب أن يبيّن هذا التقرير نتائج عمليات التحليل التي قام بها المستشار.

الاحتياجات والأهداف

ما الحاجات المستهدفة وما الأهداف المراد تحقيقها.

الترتيبات القائمة حالياً

أي ترتيبٍ قائمٍ حالياً وكيف يتناسب مع احتياجات العميل وأهدافه أو لا يتناسب معه.

القيود

أي قيود أو تفضيلات للعميل اتُّفق معه عليها؛ على سبيل المثال، الاعتبارات الأخلاقية أو المسؤولة أو المستدامة، أو المعتقدات الدينية.

الدخل

- مستوى الدخل المطلوب عند التقاعد، مع مراعاة نسبة التضخم.
- نسبة الدخل الناتج من ترتيبات المعاشات التقاعدية الحالية.
- إمكانية دفع اشتراكات تقاعد إضافية أم لا وما إذا كان ذلك ضرورياً.
- ترتيبات التقاعد الحالية وما إذا كانت مناسبة أم لا، أو ما إذا كان يجب تحويلها إلى مزوِّد خدمة بديل.
- مبلغ الدخل الإضافي الذي يجب توفيره بعد التقاعد زيادةً على المبلغ الناتج عن صناديق التقاعد الشخصية والمهنية والحكومية.

رأس المال

- مقدار رأس المال اللازم عند التقاعد لتوفير رصيد استثماري يكفي لتأمين الدخل الإضافي اللازم عند التقاعد.
- مقدار رأس المال اللازم لتلبية خطط العميل الأخرى عند التقاعد ولتوفير احتياطي نقدي للمتقاعد.
- قيمة أي أصول يملكها العميل حالياً وإلى أيّ مدى يمكن استخدامها واستثمارها لتلبية هذه الاحتياجات.
- حجم الأموال المتوقع الحصول عليها من مصادر أخرى، مثل بوالص التأمين أو المواريث.
- معدل النمو الذي ينبغي تحقيقه لتوفير المبلغ المقطوع اللازم.

تأمين الحماية

- حجم أيٍّ بوالص لتأمين الحماية قائمة حالياً لدى العميل لتلبية الحاجة في مجالات من قبيل حماية القرض العقاري والتأمين الصحي والتأمين على الحياة إذا كانت ذات صلة بالمشورة التي يقدِّمها المستشار.
- الثغرات الأساسية في غطاء الحماية التي ينبغي التعامل معها.

يبيّن التقرير إذاً التوصيات المقترحة وآليات ارتباطها بالأولويات والأهداف مع شرح لأسباب اختيار مزوِّد الخدمة.

ويرفق المستشار مع التقرير مجموعةً من الوثائق والأدلة الإثباتية التي تتضمّن أيّ كتيّبات تتعلّق بالمنتجات ورسوماً توضيحية ووثائق المعلومات الرئيسة للمستثمر (KIIDs) أو وثائق المستثمر الرئيسة (KIDs). كما يتضمن التقرير أيضاً الإجراءات العملية اللازمة لتنفيذ المتطلبات.

والغرض من هذا التقرير تزويد العميل بتفاصيل كافية تمكّنه من فهم التوصيات المقترحة وتساعده بالتالي على اتّخاذ قرار مدروس. لكن يجب على المستشار الاجتماع مع العميل لمناقشة التوصيات والتأكد- عن طريق طرح الأسئلة المناسبة- من أن العميل يدرك تماماً ماهية الحلول المقترحة.

التوصية

يجب أن يوضح المستشار ما الحلول الموصى بها للعميل ولماذا؛ وتشمل، على سبيل المثال، مستويات المخاطرة المتعلقة بالعملاء، وتخلص إلى ذكر الأسباب التي تجعل من النصائح والتوصيات المقترحة حلولاً مناسبة للعملاء. كما يجب على المستشار التأكد من إدراج أي رسوم وتكاليف يتقاضاها.

ومن المهم أيضاً توضيح كلّ ما تم خصمه وما هو غير مشمول، إذ قد تحتاج هذه الأمور أيضاً إلى المراجعة.

٢- تخطيط الحماية

في هذا القسم، سوف نتعرّف على بعض الملامح الرئيسة لمجموعة كبيرة من منتجات الحماية والتأمين على الحياة. وقد صمّمت هذه المنتجات لتوفير الحماية المالية في حال وقوع مخاطر معينة، لكن لا شكّ في أن الحياة مليئة بالمخاطر، ومن الضروري اتخاذ القرار المناسب بشأن أيّ مجالات ينبغي تغطيتها بتأمين الحماية. فمن ناحية، يستحيل التخلص من المخاطر تماماً، ومن ناحية أخرى ليس من المجدي مالياً للعملاء التأمين ضد الحوادث كافة.

أثناء اجتماع المستشار مع العميل، يجب عليه أن يجمع كافة المعلومات والحقائق اللازمة عنه. وتشمل قائمة المعلومات الأساسية اللازمة لتقييم الحاجة إلى برامج تأمين الحماية ما يأتي:

- **المعلومات الشخصية** - وهذه تشمل المعلومات المتعلقة بالعمر والوضع العائلي والعمل.
- **معلومات عن المعالين** - معلومات عن الأطفال والأفراد المعالين الآخرين الذين يحتاج العميل إلى تلبية احتياجاتهم.
- **الحالة الصحية** - معلومات عن صحة العميل ووظيفته وما إذا كان يشارك في أي أنشطة قد تشكّل خطراً على حياته أو صحته.
- **الأصول** - حجم الأصول وما إذا كانت كافية لتغطية أثر فقدان الوظيفة أو المرض.
- **الالتزامات** - ما الديون التي ينبغي سدادها وما السبيل إلى الاستمرار في دفعها أو سدادها في حالات المرض أو الوفاة.
- **الدخل** – تفاصيل عن دخل العميل بحيث يمكن تحديد قيمة دخله بعد خصم الضرائب.
- **الإنفاق** - النفقات الدورية للعميل بحيث يتسنى للمستشار تحديد قيمة دخله المتاح للإنفاق وقدرته على تغطية تكاليف أي برامج لتأمين الحماية.

وتتمثّل المرحلة التالية في تحديد الاحتياجات التي ينبغي سدُّها.

١-٢ المجالات الرئيسة التي تحتاج إلى تأمين الحماية

هدف التعلّم

١-٢-٨ معرفة المجالات الرئيسة التي تحتاج إلى الحماية التأمينية: تأمين الحماية على الحياة والأسرة؛ القرض العقاري؛ الرعاية طويلة الأجل؛ تأمين الحماية على الشركات

تُصمَّم بوالص التأمين على الحياة وتأمين الحماية وتباع من قبل الشركات في قطاع التأمين لتزويد الأفراد بنوع من الحماية المالية في حال وقوع حوادث معينة.

وعلى الرغم من أن تفاصيل هذه المنتجات قد تختلف من بلد إلى آخر، فإنّ المبادئ العامة للأمور التي يجب على المستشار أخذها في الاعتبار عند النظر في بعض المنتجات وخصائصها الرئيسة يُفترض أن تكون ثابتة. وشركات التأمين الكبرى عبارة عن شركات عالمية، وبالتالي فإنّ لمجموعة المنتجات التي تقدِّمها خصائص مشتركة وعادةً ما تكون متشابهة سواء كانت تعرضها في أمريكا الشمالية أو أوروبا أو منطقة آسيا/المحيط الهادئ.

وفي الجدول الآتي توضيحٌ للنطاق الواسع من احتياجات ومنتجات تأمين الحماية المتوفرة.

المجالات التي تحتاج إلى تأمين الحماية	الحياة والأسرة	نمط الحياة والدخل	المنزل ومحتوياته	الشركات
منتجات تأمين الحماية	• التأمين على الحياة • التأمين ضد الحالات المرضية الحرجة • التأمين على الحياة أو ضد الأمراض الخطيرة السابقة للوفاة • التأمين الصحي • الرعاية طويلة الأجل	• تأمين حماية الدخل • التأمين ضد الحوادث والمرض • التأمين ضد البطالة	• تأمين الحماية على المنازل ومحتوياتها • تأمين الحماية على أقساط القرض العقاري	• تأمين الحماية على الأشخاص الرئيسين • تأمين الحماية على المساهمين • تأمين الحماية على الشراكة

وهكذا، من المهم أن نقدِّر ما المجالات الرئيسة التي تحتاج إلى تأمين الحماية والأسباب الكامنة وراء ذلك. فحين يفهم المستشار ذلك، يصبح بإمكانه النظر في الظروف الشخصية للعميل وإجراء تقييمٍ ما إذا كان شراء منتجات الحماية التأمينية ضرورياً أم لا.

- **الحياة والأسرة** - قد يعاني المعيل الرئيس للأسرة أو أحد أفرادها الآخرين من مرض خطير. وفي بعض الحالات، قد يصبح وضع المريض حرجاً للغاية. وفي غياب تأمين الحماية، قد تفقد الأسرة مصدرها الرئيس للدخل وربما لا تتوافر لديها أموال كافية لتغطية نفقاتها المعيشية، فضلاً عن مصاريف العلاج وتكاليف الرعاية الصحية التي قد تنشأ في هذه الحال. وبالمثل، يمكن أن يفقد المعيل الرئيس للأسرة وظيفته. وبذلك تفقد الأسرة المصدر الرئيس للدخل وربما لا تكون لديها أموال كافية لتغطية مصاريفها.
- **الرهن العقاري** - فقدان الوظيفة أو المرض الذي يصيب المعيل الرئيس للأسرة يمكن أن يؤدي إلى صعوبة في دفع أقساط الرهن العقاري. علاوة على ذلك، قد يتوفى المعيل الرئيس للأسرة قبل أن ينتهي من سداد أقساط القرض العقاري، ملقياً بثقل هذه الأقساط على كاهل الأسرة. وفي هذه الحالات، يمكن استخدام بوالص الحماية التأمينية لمعالجة هذه القضايا.
- **الرعاية طويلة الأجل** - إذا كان الفرد يعاني من قصور عقلي و/أو بدني، فقد تستنزف تكلفة الرعاية مدخراته وتستنفدها بالكامل.
- **تأمين الحماية على الشركات** - قد يموت أحد الأشخاص الرئيسين في الشركة أو قد يصاب بمرض خطير. وبذلك قد تفقد الشركة قدرتها على توفير أرباح كافية في غياب مساهمة هذا الشخص الرئيس. وفي حالات أخرى، قد يموت أحد المساهمين أو الشركاء البارزين في الشركة، وبذلك فقد يضطر المساهمون/ الشركاء الآخرون إلى شراء حصة هذا المساهم أو الشريك.

٢-٢ تقييم أولويات الحماية التأمينية

هدف التعلّم

٢-٢-٨ معرفة الحاجة إلى تقييم الأولويات عند اختيار تأمين الحماية على الحياة والصحة- أولويات الفرد والأسرة

لكي يقيِّم المستشار نوع تأمين الحماية المطلوب، يجب عليه أن يستكشف مع العميل الحوادث التي يحتمل أن يتعرض لها وما العواقب التي قد تترتب على ذلك. وعلى الرغم من أن أحداً منا لا يستطيع التنبؤ بالمستقبل، فإن ذلك لا يمنع من التفكير في الأحداث المستقبلية ومن ثم تقييم ما إذا كنا على استعداد للتعامل معها إذا وقعت أم لا.

ويمكن تحقيق هذا بواسطة التأمل والتفكير في كل مجال من المجالات الرئيسة التي تحتاج إلى تأمين الحماية وطرح الأسئلة المتعلقة بما يمكن أن يحدث وماذا سيكون تأثير ذلك إذا حدث. وإنَّ استكشاف هذه النقاط من شأنه أن يسلّط الضوء على المجالات التي ينبغي على العميل اتخاذ إجراءات بشأنها.

مواطن الحاجة	ماذا يمكن أن يحدث	الأثر المحتَمل
الحياة والأسرة	تعاني من نوبة قلبية حادة	تفقد عائلتك دخلك ولا تملك أموالاً كافية للعيش
	تشخَّص حالتك الصحية على أنك بحالة مرضية حرجة	يجب عليك دفع تكاليف باهظة للعلاج الطبيّ والرعاية
	تحتاج أنت أو شخص آخر في عائلتك إلى إجراء عملية جراحية	قد تحتاج إلى نقلك إلى مستشفى خاص على الفور
	تكون غير قادر على الاعتناء بنفسك وتحتاج إلى الرعاية والعناية طوال الوقت	تستنفد تكلفة الرعاية مدخراتك كاملة
نمط الحياة والدخل	تفقد المصدر الرئيس للدخل	لا تكفي مدّخراتك لتحافظ على نمط حياتك الحالي
	تتعرض لحادث أو تعاني مرضاً يمنعك من العمل	لا تكفي الإعانات التي تتلقاها من الحكومة أو من صاحب العمل
	تفقد وظيفتك	تستغرق وقتاً طويلاً للعثور على وظيفة جديدة، وفي غضون ذلك تستنفد مدخراتك كلها
المنزل ومحتوياته	يغرق منزلك في الفيضانات أو يتعرّض للسرقة	تضطر إلى دفع نفقات باهظة لإصلاح أي ضرر وشراء أثاث جديد
	تفقد وظيفتك	تصبح غير قادر على دفع أقساط الرهن العقاري
	تموت قبل أن تنتهي من سداد أقساط القرض العقاري	تصبح عائلتك مثقلة بأقساط القرض العقاري الجارية
الشركات	يموت شخص رئيس في الشركة	لا تعود الشركة قادرة على إنتاج منتجاتها أو مبيعاتها
	يموت أحد المساهمين الكبار	يجب شراء حصصه من الأسهم
	يفقد أحد الشركاء القدرة على العمل	يجب شراء حصصه من الشراكة

بعد أن يقرِّر المستشار المالي أنّ العميل بحاجة إلى تأمين الحماية، فإنّ عليه التحرك لمعرفة ما إذا كان القيام بذلك أمراً مهماً بما فيه الكفاية بحيث يجب على العميل تحديد أولوياته على النحو المناسب.

١-٢-٢ عملية تحديد الأولويات

هدف التعلّم

٣-٢-٨ فهم ضرورة تحديد الأولويات في ما يتعلق بالحاجة إلى تأمين الحماية

إنّ مجرَّد تحديد حاجة ما لا يعني بالضرورة أنه يمكن سدّها. فالقدرة على تحمّل التكاليف تشكّل عائقاً رئيساً أمام قدرة العميل على تأمين الحماية ضدّ كافة المخاطر التي قد تنشأ. ولذلك يحتاج المستشار إلى توجيه العميل وإرشاده من أجل إيجاد طريق عمليةٍ تساعده على التخطيط وتحديد الأولويات.

وتتضمن هذه العملية ما يأتي:

- إعداد قائمة بالمجالات التي تحتاج إلى التعامل معها؛
- تقدير حجم أثر كلٍّ منها واحتمال وقوعه؛
- تصنيفها وترتيبها بحسب الأهمية؛
- استعراض الترتيبات القائمة حالياً؛
- تقييم تكلفة توفير الحماية التأمينية؛
- تحديد حجم تأمين الحماية الذي يمكن للعميل تحمل تكاليفه ونطاق هذا التأمين؛
- وضع خطةٍ تسمح بتلبية بعض الاحتياجات.

إن عملية تحديد الأولويات بين هذه القرارات ليست سهلة، لا سيما في حال رغِب العميل، بعد أن أدرك مواطن الحاجة، في التعامل معها كلها.

لذا يؤدّي المستشار دوراً رئيساً في شرح العملية للعميل، إذ يجب عليه أن يدير المخاوف الطبيعية التي ستنشأ عن ذلك وأن يشرح للعميل أنه، على الرغم من وجود مخاطر في مجال من المجالات وتحديد حاجةٍ ينبغي معالجتها، فإنّ عليه أن يأخذ في الاعتبار احتمال حدوث هذه المخاطر.

وقد يعطي سنُّ العميل وظروفه أيضاً مؤشراً على المسائل ذات الأولوية. يوضح المثال أدناه مراحل أسرة نمطية يبلغ عدد أطفالها ٢,٤ طفل، ولكن هناك كثيراً من الاختلافات؛ فهناك كثير من الحالات الفردية التي لا يمكن تغطيتها هنا، ويجب معالجة الاحتياجات الفريدة لكل عميل وفقًا لذلك:

- فإذا كان العميل في العشرينيّات أو الثلاثينيّات من العمر وكان متزوجاً ولديه أطفال، فإن وقوع أي حادث (مثل مرض خطير أو طرد) قد تكون له عواقب مالية وخيمة. وبالتالي، ينبغي أن يكون التأمين على الحياة والتأمين ضد المرض وفقدان الوظيفة على رأس قائمة الأولويات.
- وإذا كان العميل في الأربعينيّات من العمر، فإن حياته ومركزه المالي سوف يبدآن في التغير. وقد يصبح التأمين على الحياة والرهن العقاري أقل أهمية، ويتوقف ذلك على ما إذا كان قد انتهى من دفع أقساط الرهن العقاري وما إذا كان الأطفال قد استقلوا عن الأسرة أم لا. لكن يبقى التأمين ضد المرض أمراً مهماً، لأنّ مخاطر الإصابة بالأمراض تزداد مع التقدّم في العمر.
- تتغير أولويات في الخمسينيات. وقد لا يكون للتأمين على الحياة والتأمين ضد فقدان الوظيفة الأهمية ذاتها، ففي هذه السن يكون الأطفال قد استقلوا عن الأسرة ومن الممكن أن يكون دفع أقساط الرهن العقاري قد انتهى تماماً. ويبقى التأمين ضدّ المرض أمراً مهمًّاً، بينما يلوح التفكير في الرعاية طويلة الأجل في أفق عملية التخطيط.
- عندما يكون العميل في الستينيّات من عمره وما فوق، تنعدم الحاجة إلى التأمين ضد فقدان الوظيفة عادةً. ويغدو التأمين على الحياة أقل أهمية، وبدلاً من ذلك، يبدأ العميل في التفكير في كيفية الحفاظ على ثروته والسبل المؤدية إلى الحد من أي خصوم ضريبية على الميراث. وينبغي أن يكون التأمين الصحي والتأمين ضدّ المرض إلى جانب الرعاية طويلة الأجل على رأس قائمة الأولويات في هذه المرحلة. كما تحظى الاعتبارات المتعلقة بالتخطيط للحدّ من ضريبة التركات، التي سنناقشها في القسم ٣، بالمزيد من الأهمية.

ويجب أيضاً على المستشار أن يشرح للعميل الطبيعة طويلة الأجل لعملية تحديد الأولويات هذه، بمعنى أن العملية سوف تقتصر في الوقت الحاضر على تحديد الأولويات الملحة التي يجب على العميل التركيز عليها وتتوفر له القدرة على تلبيتها. أما الحاجات الأخرى، فلا يمكن تلبيتها حالياً لكنها ستحتاج إلى معالجة في مرحلة ما في المستقبل عندما تسمح ظروف العميل بذلك، وهكذا فإنها تؤجَّل تأجيلاً فقط إلى وقت لاحق من دون التخلي عنها نهائياً.

وعملية تحديد الأولويات تمكّن المستشار من وضع خطةٍ تتضمّن مجموعة من الخطوات المزمع القيام بها والمسائل التي سيتم تأجيل البتّ فيها إلى وقت لاحق. وهذا يؤدي بنا بطبيعة الحال إلى إدراك أن التخطيط المالي عمليةٌ مستمرةٌ وأنّ على العميل والمستشار استعراض التقدّم الحاصل بصورة منتظمة وإعادة تقييم الخطة في ضوء التغيرات التي تطرأ على الاحتياجات والظروف والأولويات. ويجب أيضًا تشجيع العملاء على استمرار التواصل المفتوح مع مستشاريهم، في حال حدوث أي تغييرات في هذه الأثناء.

٣-٢ القياس الكمّي لحاجات الحماية

هدف التعلّم
٨-٢-٤ فهم طريقة قياس مقدار حاجات الحماية التأمينية لدى العميل

لقد رأينا حتى الآن أنّ مهمة المستشار تتضمن جمع المعلومات حول العميل وتقييم المجالات التي يحتاج إلى التأمين عليها والاتفاق على ترتيب الأولويات التي ستتم معالجتها.

وقبل الانتقال إلى أبعد من ذلك، يحتاج المستشار إلى تحديد نوع تأمين الحماية اللازم ومستواه لكل من تلك المجالات. وعملية القياس الكمي تنطوي ببساطة على المقارنة بين المركز المستقبلي للعميل مع مركزه الحالي ومن ثم تقييم أوجه القصور. ويمكن أن يبدأ ذلك بوضع خطة للدخل والإنفاق توثّق مركز العميل الحالي.

المصاريف		الدخل	
دفعات الإيجار أو الرهن العقاري		الراتب بعد خصم الضرائب	
أقساط القروض الأخرى		مصادر الدخل الأخرى - بعد اقتطاع الضرائب	
سداد بطاقات الائتمان			
الضرائب المحلية			
المأكل			
الملبس			
الغاز والكهرباء والمياه			
تكاليف الدراسة			
اتصالات الهاتف والإنترنت			
تكاليف السيارة بما في ذلك تكاليف الوقود والصيانة والإصلاح والتأمين			
الأنشطة الاجتماعية			
العطل والإجازات			
غير ذلك			
الإجمالي		**الإجمالي**	

ويمكن للمستشار بعد ذلك أن يطلب من العميل التفكير في أوجه التغيير التي قد تطرأ على هذا المركز في حال فقدَ قدرته على العمل، وسوف تظهِر نتيجة التفكير الحاجات التي ستكون على المحكّ.

ويمكن بعد ذلك مواصلة هذه العملية عبر النظر في ما يمكن أن يحدث إذا وقع للعميل أو لشريكه/ها (إن وُجد) حادثٌ ما، وذلك سعياً لفهم الأثر المحتمل على الأسرة:

- إذا توفِّي العميل أو الشريك.
- إذا أصبح العميل أو الشريك غير قادر على العمل. مثلاً، من الذي سيعتني بالمنزل أو الأطفال إذا كان العميل أو الشريك غير قادر على ذلك؟

وقد يشير هذا إذاً إلى أنه من الضروري ليس فقط إيجاد مصدر بديل للدخل المفقود بل وتوفير دخل إضافي أو مبلغ في هيئة رأسمال أيضاً.

ونتيجة لذلك، يوجد عدد من العوامل الأخرى التي ينبغي النظر فيها، بما في ذلك:

- ينبغي على المستشار تحديد ما إذا كان العميل سوف يحتاج إلى **رأس المال أو الدخل**، وما إذا كان أفضل سبيل لتحقيق ذلك عن طريق مبلغ إجمالي مقطوع أو توفير دخل منتظم أو مزيج من الاثنين معاً. وعموماً، فإن المبلغ الإجمالي يمثِّل الخيار الأفضل لأنه يعطي العميل المرونة في استخدام رأس المال إذ يمكنه إما استثماره لتوفير الدخل أو السحب منه عند الضرورة.
- يتوقّف الدخل الذي يمكن أن يتحقّق من مبلغ رأس المال المقطوع على مستوى أسعار الفائدة في الوقت الذي تستثمر فيه الأموال ويتفاوت من وقت لآخر. وهكذا ينشأ مستوى من عدم اليقين إذا كان العميل سيحتاج إلى مستوى معيّن من الدخل. ونتيجة لذلك، فإن أي افتراضات يضعها المستشار ينبغي أن تكون محافِظةً بطبيعتها.
- ينبغي تحديد تأثير التضخم على تدفق الدخل. وسوف تعتمد أهمية ذلك على طول المدة الزمنية التي قد يحتاج العميل في خلالها إلى الدخل.

ستدفع هذه العوامل المستشار المالي إلى النظر في نوع بوليصة التأمين التي تناسب حاجة العميل. وسيشمل ذلك الاختيار بين مختلف أنواع البوالص التي قد تكون قادرة على تلبية احتياجات العميل. فعند الحاجة إلى دخل منتظم، على سبيل المثال، يمكن تلبية هذه الحاجة بشراء بوليصة تأمين لحماية الدخل، لكن يمكن تحقيق ذلك أيضاً بشراء بوليصة تأمين على الحياة لأجل مسمَّى يحصل العميل بموجبها على مبلغ مقطوع يمكنه استثماره.

ويمكن تكرار هذه العملية بطريقة مماثلة عند النظر في المجالات الأخرى جميعها التي قد يحتاج العميل إلى تأمين الحماية عليها.

٢-٣-١ ترتيبات الحماية الحالية

تتطلب المرحلة التالية في العملية أن يقوم المستشار باستعراض تفصيلي لمنتجات تأمين الحماية القائمة حالياً لدى العميل، وذلك لتحديد ما إذا كانت توجد أيّ فجوات وللتأكد من تلبية كافة متطلبات الحماية التي يحتاج إليها. بالإضافة إلى ذلك، يجب على المستشار استعراض الترتيبات الحالية للتأكد من أنها مناسبة وتفي باحتياجات العميل وللتحقق من أن تكاليفها ملائمة.

وكما رأينا في الفصل السابع، إنّ كمية المعلومات اللازمة من العميل كبيرة للغاية والحصول عليها أمر لا بدَّ منه وإلّا ستعاني عملية التخطيط من عيوب كثيرة. وهذا ينطبق أيضاً على التفاصيل المتعلقة بالترتيبات القائمة التي اتخذها العميل، ويجب على المستشار أن يتحقق من حصوله على معلومات كافية لتقييم مدى ملاءمتها.

قد تهدف أي منتجات للتأمين على الحياة موجودة مسبقاً لدى العميل إلى توفير الحماية أو لاستخدامها لأغراض الاستثمار، ويحتاج المستشار إلى الحصول على التفاصيل المتعلقة بنوع البوليصة والغرض منها وأقساط التأمين بالإضافة إلى أجل استحقاقها والمستحقات المحتملة التي قد تنتج عنها في حالة الوفاة أو بحلول موعد الاستحقاق.

كما ينبغي عليه أن يعرف من العميل الأسباب التي دفعته إلى شراء هذه المنتجات، حيث سيؤدي ذلك إلى توفير المزيد من المعلومات المفيدة. وقد تشير هذه المعلومات إلى الاحتياجات في المستقبل أو قد تبيِّن أنها غير ضرورية في الوقت الراهن، كاستخراج بوليصة تأمين على الحياة من أجل تأمين الحماية على أقساط القرض العقاري الذي تم سداده منذ ذلك الحين.

وبمجرد حصول المستشار على المعلومات الضرورية كلها، يجب عليه بعد ذلك قياس مدى ملاءمة هذه الترتيبات في ضوء الظروف الراهنة للعميل. ويوجد العديد من العوامل التي ينبغي أخذها في الاعتبار، وذلك بحسب نوع المنتج أو الترتيب. ومن الأمور التي ينبغي أخذها في الاعتبار ما يأتي:

- صلتها باحتياجات العميل ذات الأولوية
- حجم الغطاء المتوفر وما إذا كان كافياً بالنظر إلى احتياجات العميل الحالية
- خيار تمديد غطاء التأمين
- تكلفة الخيارات وما إذا كانت مقبولة أو ما إذا كان بإمكان العميل تحمل زيادة المبلغ الذي يدفعه في حال تغيرت ظروفه
- الجدول الزمني الأصلي وما إذا كان ساري المفعول
- درجة المخاطر المرتبطة بالمنتَج في ضوء درجة استعداد العميل للمخاطرة
- حجم أي تنويع في الاستثمار أو غيابه
- مستوى الرسوم بالمقارنة مع المنتجات المماثلة
- أي غرامات على التحصيل المبكّر.

وبالتالي فإنّ هذا التحليل سوف يوفّر الأساس اللازم لمواصلة عملية التخطيط المالي. ومن المفترض أن تبيّن نتائج التحليل ما يأتي:

- منتجات التأمين التي ينبغي الإبقاء عليها
- المجالات التي يجب على العميل أن يزيد مقدار غطاء التأمين فيها أو ينقصه
- المنتجات التي ينبغي التخلص منها لأنها لم تعد تلبّي أهداف العميل
- الثغرات في تأمين الحماية التي يتعيّن سدّها.

وتتمثّل الخطوات التالية في تحديد منتجات الحماية والتأمين على الحياة المناسبة التي يمكن أن تلبي متطلبات العميل ومن ثمّ تقييم خصائصها.

٢-٤ التأمين على الحياة (Life Assurance)

هدف التعلّم

٨-٢-٥ معرفة المبادئ الأساسية للتأمين على الحياة: أنواعه؛ صاحب بوليصة التأمين؛ الحياة المؤمَّن عليها؛ بوالص التأمين الفردية والمشتركة

يوجد نوعان من التأمين على الحياة ينبغي أن نتمعّن فيهما، ألا وهما التأمين مدى الحياة والتأمين المؤقَّت على الحياة (التأمين لأجل مسمّى).

لاحظ أنه في هذا القطاع، غالبًا ما يتم استخدام مصطلح "الضمان" بالتبادل مع "التأمين"، على الرغم من أنهما ليسا الأمر ذاته: عادةً ما يغطي الضمان حامل الوثيقة طوال حياته، في حين صُمِّمَ التأمين لتغطية حامل البوليصة لفترة محددة.

١-٤-٢ المبادئ الأساسية للتأمين على الحياة

قبل أن ننظر في أنواع التأمين على الحياة، نحن بحاجة إلى النظر في بعض المصطلحات الرئيسة:

صاحب بوليصة التأمين	الشخص الذي يتقدم بطلب للدخول في عقد تأمين مع شركة من شركات التأمين على الحياة للتأمين على حياته أو حياة شخص آخر ممَّن له في حياته مصلحة قابلة للتأمين عليها.
الحياة المؤمَّن عليها	الشخص الذي يعتمد العقد على حياته يسمَّى "الحياة المؤمَّن عليها". على الرغم من أن الشخص الذي يملك البوليصة غالباً ما يكون مؤمَّناً على حياته هو، إلا أن هذا لا ينطبق بالضرورة على الحالات كلها. وتسمّى بوليصة التأمين على حياة الشخص التي ترجع فاعليتها وملكيتها لشخص آخر باسم بوليصة "التأمين على حياة آخر". ويطلق على الوثيقة التي يملكها الشخص المؤمَّن على حياته هو اسم بوليصة "التأمين على الذات".

بوليصة التأمين الفردية	تُدفع بوليصة التأمين الفردية عند وفاة المؤمّن عليه أو في حال وقوع حدث آخر تغطّيه البوليصة، كما في حال تشخيص إصابة الفرد بمرض عضال وكان لديه تأمين ضد الحالات المرضيّة الحرجة.
بوليصة التأمين المشتركة	إذا احتاج شخصان إلى التأمين على حياتيهما، فيمكن عادة ترتيب هذا الأمر بإحدى الطريقتين التاليتين: شراء بوليصة تأمين مشتركة أو بوليصتين فرديتين. ويمكن ترتيب بوليصة التأمين المشتركة بحيث يتم دفع مستحقات البوليصة في أعقاب وفاة إما الشخص الأول، أو، إذا لزم الأمر لسبب محدد، الشخص الثاني المؤمن على حياته. ويتم ترتيب معظم البوالص في نهاية المطاف لتوفير الحماية المالية لأفراد الأسرة المعالين، مع دفع مبلغ التأمين أو المستحقات الناتجة عن البوليصة عند وفاة الشخص الأول. أما في حال اختيار بوليصتي تأمين فرديتين، فإن كل بوليصة تغطي كل شخص على حدة. وإذا توفي الشخصان المؤمَّن على حياتيهما في آنٍ معاً، نتيجة وقوع حادث سيارة على سبيل المثال، فإن التعويضات الكاملة تصبح مستحقة على كل بوليصة. أما إذا توفي شخص واحد من المؤمَّن على حياتيهما، فتدفع المستحقات المترتبة على تلك البوليصة فقط، مع استمرار التأمين على حياة الشريك الموجود على قيد الحياة. وبما أنّ مستويات التأمين هنا تتضاعف فعلياً بالمقارنة مع بوليصة التأمين المشتركة الواحدة، فإنّ تكاليف شراء بوليصتي تأمين فرديتين تكون عادةً أعلى قليلاً، لكنها من غير المرجّح أن تصل إلى الضِّعف. وبالتالي يُعَدّ استخدام اثنتين من بوالص التأمين الفردية على الحياة استثماراً جيداً للمال.
المصلحة القابلة للتأمين عليها	إذا كان شخص ما يرغب في شراء بوليصة تأمين على حياة شخص آخر، فينبغي أن تكون لديك مصلحة في بقاء ذلك الشخص على قيد الحياة أو أن تتوقع حدوث خسارة مالية جراء موت ذلك الشخص. وهذا ما يُعرف باسم "المصلحة القابلة للتأمين عليها".

توفّر بوليصة التأمين مدى الحياة غطاء دائماً، وهذا يعني أن مبلغ التأمين سوف يدفع متى حدثت الوفاة، وذلك خلافاً لدفع مبلغ التأمين إذا ما حدثت الوفاة في غضون المدة الزمنية التي تغطّيها بوليصة التأمين لأجل مسمًّى.

ومن الناحية الفنية، يجب استخدام مصطلح "life assurance" في اللغة الإنجليزية للإشارة إلى بوليصة التأمين مدى الحياة، التي يستحق دفعها في حالة الوفاة، بينما يجب استخدام مصطلح "life insurance" في سياق بوالص التأمين لأجل مسمّى (التأمين المؤقّت)، التي لا يستحق دفعها إلا في حالة حدوث الوفاة في غضون مدة زمنية محددة. لكنّ استخدام هذين المصطلحين لا يكون دقيقاً دائماً.

٢-٤-٢ بوليصة التأمين مدى الحياة (Whole-of-Life Assurance)

يوجد ثلاثة أنواع من بوالص التأمين مدى الحياة:

- **بوالص التأمين من دون الاشتراك في الأرباح (Non-profit)**، التي تشمل مبلغاً مضموناً من المال فقط، حيث يتم اختيار المبلغ المؤمّن عليه منذ البداية ويكون مبلغاً ثابتاً.
- **بوالص التأمين مع الاشتراك في الأرباح (With-profits)** التي تدفع مبلغاً مضموناً بالإضافة إلى أي أرباح يحققها الاستثمار في المدة الزمنية الواقعة ما بين استخراج البوليصة وتاريخ الوفاة. وعادةً ما تستخدم بوالص التأمين مع الاشتراك في الأرباح لمراكمة مبلغ من المال يكفي لشراء بوليصة تأمين سنوية أو للحصول على معاشٍ عند التقاعد، أو لدفع أصل القرض العقاري، أو للتأمين ضد وقوع حدث معيَّن مثل الوفاة (كما في حالة بوليصة التأمين مدى الحياة). ومن مزايا التأمين مع الاشتراك في الأرباح أن أرباح البوليصة تجمَّد كل عام. فإذا اشترى المستثمر أسهماً أو سندات بطريقة مباشرة، أو بالاشتراك في أحد صناديق الاستثمارات المغلقة أو صناديق الوحدات المفتوحة، يمكن أن تهبط قيمة الاستثمارات تماماً في وقت الحاجة إليها بسبب الهبوط العام في سوق الأسهم. أما برامج التأمين مع الاشتراك في الأرباح فتتجنَّب هذه المخاطر باتّباع سياسة "تمهيد" العوائد بهدف تحقيق استقرار العوائد.
- **بوالص التأمين المرتبطة بوحدات الصناديق الاستثمارية (Unit-linked policies)** حيث يتم ربط العائد مباشرة بالأداء الاستثماري للوحدات في صندوق شركة التأمين. وتستخدم أقساط التأمين كلّ شهر لشراء وحدات في الصندوق الاستثماري.

والسبب وراء استخراج مثل هذه البوالص لا يعود إلى الطمع في الحصول على المبلغ المؤمَّن عليه ذاته فحسب، وإنَّما تُشترى في الغالب بوصفها جزءاً من عملية تخطيط الحماية التأمينية لتوفير مبلغ مقطوع في حالة الوفاة، بحيث يمكن استخدامه لدفع أصل القرض العقاري أو لتوفير الأرصدة اللازمة للمساعدة في دفع ضريبة التركات (على سبيل المثال، ضريبة الميراث (IHT)). وهكذا يمكن لها أن تخدم غرضين اثنين: الحماية، والاستثمار.

توجد مجموعة كبيرة من أنواع بوالص التأمين على الحياة البسيطة التي تختلف تبعاً لعوامل من قبيل مخاطر حدوث الوفاة والاستثمار والنفقات وخيارات أقساط التأمين- وكلها تؤثّر على بنية البوليصة نفسها. ومخاطر حدوث الوفاة تتعلّق بالعمر المتوقع للشخص المؤمَّن على حياته، وما إذا كان ضرورياً فرض أي رسوم إضافية، ومستوى المخاطر التي تتحملها شركة التأمين على الحياة، التي يمكن أن تؤثر على تكلفة التأمين الذي تقدِّمه.

أمّا شراء بوليصة التأمين على الحياة فيشبه الدخول في أي عقد آخر. فانتهاء الشخص من استكمال استمارة الطلب وتقديمها لشركة التأمين، يشكّل جزءاً من عملية الدخول في العقد الرسمي.

ويُطبَّق مبدأ منتهى حسن النية على عقود التأمين. وهذا يفرض على الشخص الذي يسعى للحصول على التأمين التزاماً بالإفصاح عن أي معلومات مهمَّة قد تؤثّر على الطريقة التي تستخدمها شركة التأمين للحكم على المخاطر المرتبطة بالعقد الذي تنوي دخوله. وإنّ الفشل في الكشف عن أيّ معلومة مهمّة يمنح شركة التأمين الحق في عدم الدفع في حالة مطالبتها بذلك.

وبمجرد قبول طلب الشخص ودفع قسط التأمين الأول، تقوم شركة التأمين بإصدار رسالة قبول وبوليصة التأمين، وترفقها بإشعار يوضِّح حقوق الإلغاء التي تسمح لحامل البوليصة بإلغائها. ومن ثمَّ تمهل الشركة حامل البوليصة مدّة زمنية محدَّدة (١٤ يوماً مثلاً) يُسمح له في غضونها بإلغاء التأمين واسترداد الأقساط المدفوعة، مطروحًا منها أي رسوم إدارية قد تفرضها شركة التأمين لتغطية تكاليفها. وبعد انقضاء هذه المدة، يبقى الشخص قادراً على إلغاء البوليصة لكنه لا يحصل على تعويض عن الأقساط المدفوعة.

كما يمكن استخدام البوليصة ضماناً للاقتراض من المصارف، وفي هذه الحالة تشترط شركة التأمين الحصول على موافقة البنك قبل إجراء أيِّ تعديلات على البوليصة، مثل التمديد أو التجديد.

٢-٤-٣ بوليصة التأمين المؤقَّت (التأمين لأجل مسمَّى Term Assurance)

التأمين المؤقَّت (أو التأمين لأجل مسمَّى) نوع من بوالص التأمين التي تدفع مبلغاً مقطوعاً في حال حدوث الوفاة ضمن مدّة زمنية محدَّدة.

ولهذه البوليصة مجموعة متنوعة من الاستخدامات، مثل ضمان وجود رصيدٍ كافٍ لسداد الرهن العقاري في حالة وفاة شخص ما أو توفير مبلغ إجمالي مقطوع يمكن استخدامه لتوفير دخل منتظم للشريك الباقي على قيد الحياة أو لتوفير الأموال الضرورية لدفع ضريبة التركات عندما يتوفى شخص ما. بالمقابل، نظرًا إلى أن التأمين المؤقت لا يتضمّن عنصراً استثمارياً، فهو غير مناسب للسيناريوهات التي يكون فيها عنصر الاستثمار مطلوبًا.

عند استخراج بوليصة التأمين على الحياة، فإن الفرد يختار المبلغ الذي يرغب في أن يتم دفعه إذا وقع له خطب ما والمدّة الزمنية التي يرغب في تغطيتها. فإذا توفي الشخص ضمن المدّة الزمنية التي يشملها التأمين، يتم عندها دفع مبلغ مقطوع يعادل مبلغ التأمين على الحياة الذي اختاره. وفي بعض بوالص التأمين، إذا أصيب الفرد بمرض عضال من المتوقع أن يتسبَّب في وفاته في غضون ١٢ شهراً من تاريخ التشخيص، فإن المبلغ المقطوع يصبح مستحق الدفع عند تلك النقطة. قد تقوم بوالص أخرى بدفع التأمين عند تشخيص مرض خطير، وهو ما يمكن للفرد الاحتفاظ به حتى لو تعافى.

عند اختيار مبلغ التأمين، تتوفر للفرد إمكانية الاختيار بين ثلاثة أنواع من التأمين، هي: التأمين الثابت، والتأمين المتزايد، والتأمين المتناقص.

- **التأمين الثابت**، وكما يوحي الاسم، يعني أن المبلغ الذي سيتم دفعه إذا وقع الحدث المؤمَّن ضدَّه يبقى كما هو طوال المدة الزمنية التي تكون فيها البوليصة سارية المفعول. نتيجة لذلك، يتم تثبيت قيمة الأقساط منذ البداية وبحيث لا يطرأ عليها أي تغيير طوال هذه المدة.
- في حال **التأمين المتزايد**، يزداد مقدار مبلغ التأمين والأقساط كلما مرت سنة على تاريخ استخراج البوليصة. ويحدَّد مقدار الزيادة في المبلغ منذ البداية ويمكن أن يعادل مقدار الزيادة في **مؤشر أسعار المستهلك** (Consumer Price Index CPI)، بحيث يحافظ الغطاء التأميني على قيمته الحقيقية بعد مراعاة معدل التضخم. كما تزداد قيمة الأقساط المدفوعة، ويتم تحديد معدل الزيادة عند استخراج البوليصة.

- وفي حال **التأمين المتناقص**، وكما يوحي الاسم، يتناقص مبلغ التأمين المتفق عليه الذي يجب دفعه سنوياً. ويتم الاتفاق على مقدار النقص عند استخراج البوليصة. وفي حال استخدام البوليصة لسداد قرض عقاري ذات الأقساط المنتظمة مثلاً، فإنّ مقدار التناقص هذا يتوقَّف على الانخفاض المتوقع في مبلغ القرض المتبقّي في حالة استخراج العميل قرضاً بأقساط منتظمة تشمل جزءاً من أصل القرض بالإضافة إلى الفوائد المستحقة. وعلى الرغم من أن مبلغ التأمين سيتناقص سنة بعد أخرى، فإنّ الأقساط المستحقّة الدفع لا تتغير طوال مدة البوليصة.

والمتغير الآخر الذي ينبغي تحديده عند استخراج البوليصة هو المدة الزمنية التي سوف يستمر أثناءها الغطاء التأميني. وعادة ما تتوافر للفرد إمكانية اختيار مدة زمنية تصل إلى ٤٠ عاماً، على ألا تتجاوز حدود هذه المدة عيد ميلاده السبعين، على الرغم من أن بعض الوثائق تسمح اليوم بتغطية تتجاوز ذلك.

لكن من المهم جداً أن ننوّه إلى أنّ البوالص تصدر عادة بحيث يغطي التأمين مدة خمس سنوات. وبعد مرور خمس سنوات على استخراج البوليصة، يكون لدى الفرد خيار تجديدها من دون أي ضمان إضافي، وبالمثل يمكن لشركة التأمين إعادة احتساب أقساط التأمين على أساس عمر الفرد والظروف السائدة في السوق في ذلك الوقت. وبالتالي يجب أن يعلم العميل أن أقساط التأمين المستحقة الدفع يمكن أن تتغير.

ومن المهم أيضاً أن ندرك أن هذا النوع من البوالص لا يهدف إلى ضمان سداد الرهن العقاري أو القرض، بل إلى دفع مبلغ معروف مسبقاً.

عندما تُستخدم البوالص لتوفير الضمان لدفع أقساط الرهن العقاري غير المسدَّدة في حالة الوفاة، فإن ذلك لا يحدث إلّا إذا تحقَّقت الشروط الآتية كلُّها:

- كان المبلغ الأولي لغطاء التأمين لا يقل عن مبلغ القرض الذي لم يسدَّد بعد
- مواظبة العميل على دفع أقساط الرهن العقاري بانتظام حتى وقوع الحادث
- عدم تمديد مدة الرهن العقاري
- مدة سريان البوليصة تعادل على الأقل مدة القرض العقاري نفسها
- تغطية أي قروض عقارية أخرى، إن وجدت، بتأمين منفصل
- سعر الفائدة على الرهن العقاري لا يتجاوز سعر الفائدة الذي وضعته في الأصل شركة التأمين.

تُعَدّ هذه النقطة الأخيرة ذات أهمية خاصة وتتطلّب تحقيقات منتظمة لكي يتم التأكد من أن معدل الفائدة على الرهن العقاري لا يتخطى سعر الفائدة المعلن عنه، وإلا فقد لا يتوافر للعميل غطاء تأمين كاف.

كما تجدر الإشارة إلى أنه يمكن توكيل ملكية بوليصة التأمين على الحياة لشخص آخر لمصلحة مستفيد أو مجموعة من المستفيدين وهكذا يمكن أن تكون أداة مهمَّة للعميل ليضمن أن المستفيدين منها سوف يحصلون على مبلغ مقطوع لتغطية مصاريف مثل ضريبة الميراث التي تستحق عند وفاته. وفي هذه الحالة، يكتب العميل سند توكيل يضمن حق الانتفاع من البوليصة لأوصيائه، وعندما تصبح مستحقة الدفع، يتم دفع المبلغ المقطوع المستحق على البوليصة للأشخاص الموكَّلين بها (**الأمناء**) بحيث لا تشكّل جزءاً من التركة التي تستحق عليها ضريبة الميراث أو ضريبة التركات.

٢-٥ بوالص تأمين الحماية

هدف التعلّم

٨-٢-٦ معرفة الخصائص الرئيسة للمنتجات الآتية: التأمين ضد الحالات المرضية الحرجة؛ التأمين ضد الأمراض والحوادث؛ التأمين الصحي؛ تأمين الحماية على الرعاية طويلة الأمد

٢-٥-١ التأمين ضد الحالات المرضية الحرجة

تصمَّم منتجات التأمين ضد الحالات المرضية الحرجة بحيث تدفع شركة التأمين مبلغاً مقطوعاً من المال في حال أصيب الشخص المؤمَّن عليه بأي مرض من بين مجموعة كبيرة من الأمراض الخطيرة.

ومن السمات الرئيسة لهذه البوالص ما يأتي:

- تحديد الأمراض الحرجة التي يغطّيها التأمين على نحو واضح ودقيق.
- استبعاد بعض الأمراض الخطيرة.
- عدم تغطية الأمراض الناتجة في حالات معيّنة، مثل الحرب أو الاضطرابات المدنية.

وبالنظر إلى عدد الأفراد الذين يعانون من أمراض وإصابات خطيرة قبل الوصول إلى عمر ٦٥ سنة، يمكننا على الفور أن ندرك استخداماتها ونقدِّر قيمتها. فقد يضطر المصاب بالمرض إلى التخلي عن عمله، الأمر الذي قد يسبب له ضائقة مالية، فضلاً عن تحمّل تكاليف العلاج الطبي المتخصص أو التكاليف الإضافية التي قد تنتج عن الإصابة بعجز دائم.

لا تتوفر منتجات التأمين ضد الحالات المرضية الحرجة عادةً إلا حتى سنّ معيّنة، على سبيل المثال، لمن تتراوح أعمارهم بين ١٨ و٦٤ عاماً، والتي تنتهي قبل بلوغ الفرد السبعين من العمر. وتدفع عادة مبلغاً مقطوعاً من المال في حال إصابة الفرد بمرض خطير وعادة ما تكون معفاة من الضرائب كلياً. وبعد ذلك تنتهي صلاحية البوليصة، ومن المهم أن نلاحظ أن هذا يمكن أن يحدث حتى لو كانت بوليصة التأمين تشمل أكثر من شخص واحد.

وعادة ما تفرض البوليصة مجموعة من الشروط تحدد ما إذا كان سيتم دفع أي دفعات مالية. ثمة شرط معياري ينطبق على جميع الأمراض التي يشملها التأمين، وينص هذا الشرط على أنّ الشخص المؤمَّن عليه ينبغي أن يبقى على قيد الحياة لمدة ٢٨ يوماً بعد تشخيص الحالة المرضية الحرجة لكي يحقَّ له المطالبة بالتعويض، كما ينبغي أن يكون متوقَّعاً أن يسبِّب المرض وفاته في غضون ١٢ شهراً من الإصابة.

وعادةً ما تُفرض شروط أخرى، ولذا فإنّ من المهم أن نفهم ما الأمراض التي يغطّيها التأمين والظروف التي تستدعي المطالبة بالتعويض. وهذا يتطلّب دراسة تفصيلية لشروط البوليصة لا سيما أن مقدار التأمين اللازم عادةً ما يكون كبيراً كما يمكن أن تكون الأقساط مكلفة للغاية.

ويمكن استخراج بوليصة التأمين ضد الحالات المرضية الحرجة عادةً على أساس التأمين الثابت أو المتزايد أو المتناقص (راجع القسم ٢-٤-٣) كما يمكن في كثير من الأحيان الجمع بينها وبين بوالص التأمين الأخرى مثل التأمين على الحياة، بحيث يضمن الفرد تغطيته بالتأمين بغضّ النظر عن أيّهما يقع أولاً: تشخيص المرض أو حادث الوفاة.

ومن الممكن أيضاً توسيع نطاق هذا النوع من بوالص التأمين ليشمل العجز الكلي والدائم من أجل توفير مستوى أعظم من الحماية، إذ إنها تغطي عادةً الشروط والظروف التي لا تشكّل جزءاً من البوليصة المعيارية للتأمين ضد الحالات المرضية الحرجة.

٢-٥-٢ التأمين ضد الأمراض والحوادث

يتم استخراج بوالص التأمين ضد الحوادث الشخصية عموماً على أساس سنوي، ويمكن أن توفِّر للمؤمَّن عليه تعويضاً في صيغة دفعات منتظمة أو مبلغ مقطوع في حالة وقوع حادث.

وعلى الرغم من أنها قليلة التكلفة نسبياً، ينبغي الحرص على التدقيق في التفاصيل الخاصة بالحالات الاستثنائية والقيود التي تنطبق عليها. وقد تشمل هذه:

- مقدار غطاء يساوي الحدّ الأدنى من مبلغ محدد أو الحدّ الأعلى لنسبة مئوية من الراتب الشهري الإجمالي للفرد.
- مهلة ٣٠ أو ٦٠ يوماً بين تاريخ توقف الفرد عن العمل وتاريخ بدء الحصول على التعويض.

تقيِّم شركة التأمين شروط الأهلية في وقت المطالبة بالتعويض وربما ترفض دفع التعويض نتيجة لوجود ظروف صحية خاصة سابقة حتى لو كان العميل قد صرَّح عنها في طلب الاشتراك.

٢-٥-٣ التأمين الصحي

من الجلي أن التأمين الصحي الخاص يهدف إلى تغطية تكاليف العلاج الطبي ورسوم المستشفيات. وقد تُستخرَج بوالص التأمين من قبل الأفراد أو من قبل الشركات بوصفها جزءاً من المزايا التي تقدِّمها لموظفيها.

ومن السمات الرئيسة لهذه البوالص ما يأتي:

- تحديد التكاليف التي تغطيها البوليصة على نحو مفصَّل ودقيق.
- فرض قيود على مقدار التعويض الذي تدفعه الشركة في كل مرة يطالب فيها الفرد بالتعويض، أو حتى على مدى مدة زمنية معينة (سنة مثلاً).
- عدم شمل حالات الرعاية البسيطة التي يمكن معالجتها من قبل الأطباء المحليين.
- استثناء بعض الحالات، مثل الظروف الصحية الموجودة من قبل.

٢-٥-٤ تأمين الحماية على الرعاية الطويلة الأمد

الغرض من تأمين الحماية على الرعاية طويلة الأمد هو توفير المال الذي يحتاج إليه الفرد بعد أن تتقدّم به السنّ لتغطية تكاليف الرعاية والعناية التمريضية. وبالنظر ببساطة إلى تكلفة الرعاية التمريضية المنزلية يمكننا أن ندرك أهمية الحاجة لمثل هذه البوليصة، لكن قيمتها بالنسبة إلى الفرد تتوقف على مقدار التمويل الحكومي المتوافر لتغطية تكاليف الرعاية والعناية. وعادةً ما تكون الأقساط مكلفة للغاية، الأمر الذي يعكس تكلفة الرعاية، ويتم دفع التعويض على هيئة دخلٍ منتظم يمكن استخدامه لتغطية النفقات.

٢-٥-٥ تأمين الحماية على الشركات

هدف التعلّم

٨-٢-٧ معرفة خصائص المنتجات الرئيسة لتأمين الحماية على الشركات: تأمين الحماية على الأشخاص الرئيسين في الشركة؛ تأمين الحماية على المساهمين الرئيسين؛ تأمين الحماية على الشراكة

يمكن أن يأخذ تأمين الحماية على الشركات أشكالاً عديدة. ومن الأمثلة على استخدامها ما يأتي:

- توفير تعويض يغطّي خسائر الشركة الناتجة عن طلبات التعويض عن البضائع أو الخدمات التي تحتوي على عيوب أو أعطال؛
- ضمان القروض التي حصلت عليها الشركة والمضمونة إزاء أصول الشركة أو تلك التي يمتلكها صاحب الشركة؛
- توفير دخل في حال أصبح المالك غير قادر على العمل وتوقفت أنشطة الشركة؛
- توفير دفعات مالية في حالة وفاة عضو رئيس في الشركة لتغطية أي أثر في أرباحها؛
- توفير المال في حالة وفاة أحد المساهمين أو الشركاء الرئيسين بحيث يتمكّن بقية المساهمين من شراء حصته وبحيث يمكن توزيع ثمنها على أفراد عائلته.

وفي الأقسام التالية، سوف ندرس السمات الرئيسة لثلاثة أنواع رئيسة من بوالص تأمين الحماية على الشركات التي نصادفها من حين لآخر.

تأمين الحماية على الأشخاص الرئيسين

بالنسبة إلى التأمين على الأشخاص الرئيسين، تقوم الشركة بالتأمين على نفسها ضد الخسائر المالية التي قد تتكبّدها في حال تعرّض أحد الموظفين الذين يتمتعون بالمهارة أو المعرفة أو الخبرة أو المهارات القيادية التي تساهم في النجاح المالي المستمر للشركة إلى الوفاة أو الإصابة بمرض خطير والذي من شأنه أن يفضي إلى خسارتها مالياً. وقد يكون هذا الشخص مؤسس الشركة أو أحد مندوبي مبيعاتها أو أحد الخبراء المتخصّصين ممَّن يُعَدّ عمله أساسياً لنجاح الشركة.

وقد تتمثّل المشاكل المرتبطة بفقدان هذا الشخص إما في خسارة الأرباح أو خسارة تسهيلات الاقتراض.

إذا فقدت الشركة أحد الأشخاص الرئيسين فيها إما بسبب الوفاة أو الإصابة بمرض خطير، فإنها قد تعاني من خسائر مالية فادحة، وذلك لأسباب عديدة، نذكر منها:

- الغرامات المالية بسبب التأخير في تسليم العقود الحالية؛
- قيام البنوك والموردين الذين تتعامل معهم الشركة أو البنوك والموردين الجدد بإجراء مراجعة لخطوط الائتمان الخاصة بها؛
- الخسائر في المبيعات وفقدان الميزة التنافسية الناتجة عن خبرات الابتكار أو التصميم؛
- قضايا تتعلق بالموارد البشرية في الشركة بما في ذلك زيادة الضغط على الآخرين من القوة العاملة من أجل التقيد بمواعيد التسليم، والتأثير على معنويات الموظفين، والتكاليف المتعلقة بتوظيف موظَّف جديد.

وقد تؤثر بعض هذه العوامل الواردة أعلاه على ربحية الشركة على المدى القصير، في حين أن تأثير البعض الآخر قد يستمر على المدى المتوسط والطويل.

قد تحتاج الشركة إلى استخراج بوليصة تأمين تغطي حياة هذا الشخص الرئيس وربما تشمل التأمين ضدَّ الأمراض الخطيرة أيضاً. وهذا يتطلب من الشركة تحديد الشخص الذي توجد لها مصلحة في التأمين عليه، كما يجب عليها بالتأكيد- لأغراض الضمان المالي- أن تكون قادرة على تبرير مقدار الغطاء التأميني المطلوب وأن تبيِّن الآلية التي استخدمتها لتحديد قيمة هذا الرقم.

ويمكن تحديد مبلغ الغطاء التأميني اللازم بعدّة طرق من خلال احتساب تراجع الأرباح (الربح الفائت)، أو مضاعفٍ لراتب هذا الشخص المهم، أو طول المدة الزمنية التي قد تحتاجها الشركة للتعافي من الخسارة، أو القروض التجارية المضمونة بهؤلاء الأشخاص.

تأمين الحماية على المساهمين الرئيسين

في الشركات الخاصة، يمكن أن تكون وفاة أحد المساهمين الرئيسين أو إصابته بمرض خطير ذات تأثير كبير على مستقبل الشركة نفسها وعلى أسرته في آنٍ.

ويمكن لتأمين الحماية على المساهمين توفير الحماية المالية الضرورية للشركة والأسرة على السواء عن طريق ضمان توافر رأس المال اللازم لشراء الأسهم التي يملكونها من دون تعريض الشركة للعجز المالي.

فإذا توفِّي أحد المساهمين الرئيسين، تنتقل ملكية الأسهم إلى المستفيدين من ورثته، وهذا يمكن أن يؤدّي إلى توتّرات في إدارة الشركة، لأن هؤلاء قد لا يمتلكون المهارات والخبرة اللازمة لتولّي هذه المسؤولية أو قد لا يتفقون مع الأهداف التي يتبنّاها المساهمون الآخرون الذين ما يزالون على قيد الحياة في ما يتعلق بإدارة الشركة.

من ناحية أخرى، قد يرغب المستفيدون من الورثة في الحصول على قيمة الأسهم نقداً. وبموجب **النظام الداخلي** لمعظم الشركات، ينبغي عرض هذه الأسهم على المساهمين الباقين على قيد الحياة أولاً، لكن قد لا يتوافر لهؤلاء المساهمين رأس المال الكافي لشراء الأسهم. ومن دون رأس المال اللازم، قد تضطر الشركة إلى بيع الأسهم لطرفٍ ثالث، وربما كان هذا الطرف الثالث شركةً تقدّم عروض استحواذ قسري أو حتى منافساً مباشراً للشركة.

يمكن أن يوفر تأمين الحماية على المساهمين الغطاء اللازم لضمان توافر السيولة الكافية لدى الشركة من أجل القيام بعملية الشراء. ويتحقق ذلك بواسطة استخراج بوليصة تأمين على حياة كلّ من المالكين الرئيسين للشركة بمبلغ يعكس قيمة ملكيّاتهم الفردية. وتأخذ الوثيقة صيغة خاصة من صيغ التوكيل، فإذا أصبحت مستحقة الدفع، يحصل المساهمون الباقون على قيد الحياة على أي إيرادات مستحقة ناتجة عنها.

وهذه المقاربة تتطلب من المساهمين الاتفاق منذ البداية على شراء الأسهم بسعر محدَّد يتم احتسابه وفقاً لصيغة متفق عليها. ومن ثمَّ يتم تضمين هذا الاتفاق في اتفاقية خيار مزدوج بحيث تمنح كلا الطرفين خيار شراء ملكيّاته أو بيعها عند الوفاة. فإذا اختار أحد الطرفين ممارسة خياره المنصوص عليه في العقد، وجَبَ على الطرف الآخر الامتثال لقراره هذا.

تأمين الحماية على الشراكة

كما هي الحال في الشركات الخاصة، يمكن أن تكون وفاة أحد الشركاء أو إصابته بمرض خطير ذات تأثير بالغ على مستقبل الشركة نفسها وفي الوقت ذاته على أسرة هذا الشريك. ولضمان استمرارية الشراكة، يمكن وضع خطة لتأمين الحماية على الشراكة بحيث يتوافر للشركاء الباقين على قيد الحياة خيار شراء حصة الشريك المتوفى في الشركة ويتوافر للأسرة مشترٍ مستعدّ لشراء الحصة والحصول على النقود بدلاً من امتلاك حصة في الشركة.

ومن البدائل الأخرى:

- الترتيبات الملزمة لشراء حصته بين الشركاء وبيعها؛
- استخراج بوليصة "للتأمين على حياة آخر"، على الرغم من أن هذا يمكن أن يؤدي إلى عدد من الإشكالات عندما ينضم إلى الشراكة شركاء جدد أو يتركها الشركاء الحاليون؛
- إنشاء وكالة مطلقة - ومن عيوبها أنها يمكن أن تكون غير مرنة مع تغير الشركاء؛
- بوالص التأمين المشتركة على الحياة التي تستحق عند وفاة الشخص الأول.

٦-٢ اختيار منتجات الحماية

هدف التعلّم

٨-٢-٨ فهم العوامل التي يجب أخذها في الاعتبار عند تحديد حلول منتجات الحماية التأمينية المناسبة وعند اختيار مزوِّدي هذه المنتجات

تتمثّل الخطوات التالية في تحديد منتجات تأمين الحماية المناسبة التي يمكن أن تلبي متطلبات العميل وتقييم خصائصها. وبالنسبة إلى منتجات الحماية والتأمين على الحياة، فإن العملية تنطوي أساساً على تحديد المجموعة المتنوعة من المنتجات التي يُحتمل أن تكون مناسبة وتقييم ميزات المنتَج الرئيسة بالاستناد إلى احتياجات العميل، وتحديد الخيارات الأنسب له.

وينبغي للمستشار النظر إلى العوامل الآتية عند اختيار أيِّ منتَج:

- لا بدّ طبعاً من التدقيق في **خصائص المنتَج** للتأكد من أنها تلبي أهداف العميل. ويجب أيضاً التحقق من أيِّ ميزات إضافية يمكن إدراجها لتلبية واحدةً أو أكثر من احتياجات العميل الأخرى. كما يجب التحقق من الخصائص لمعرفة ما إذا كان يتوافر للعميل خيار إضافة تأمين إضافي بأسعار ممتازة. ومن المهم أيضاً التدقيق في ما إذا كان غطاء التأمين يتغير مع تغير معدل التضخم وما إذا كانت الأقساط أيضاً سترتفع بازدياد التضخم أم لا.
- **السعر**، أو قسط التأمين الذي سيدفعه العميل، يمثِّل بلا شكّ واحداً من الأمور الأكثر أهمية التي ينبغي أخذها في الاعتبار، إلى جانب الرسوم طبعاً التي يمكن أن تتراوح بين رسوم الإدارة السنوية إلى الرسوم المفروضة على شراء وحدات في بوليصة التأمين المرتبطة بوحدات الصناديق الاستثمارية وصولاً إلى الرسوم الأولية التي تشمل رسوم استخراج البوليصة ورسم البوليصة. وإذا كانت هذه الرسوم مشمولة بقسط التأمين، فإنها تصبح أقل أهمية، لأن المنتج الذي وقع عليه الاختيار قد يكون المنتج ذا القسط التأميني الأقلّ على الإطلاق.
- ينبغي أن تكون أي **رسوم مستحقة** على المنتَج موضَّحة بالتفصيل في وثيقة الخدمات الرئيسة للشركة أو المخطَّط التوضيحي للمنتَج أو الكتيبات (النشرات) عن المنتَج. ويجب التدقيق بعناية في هذه الوثائق والمنشورات ومقارنتها بعروض المنتجات المماثلة.
- وعند اتخاذ قرار بشأن نوع البوليصة الموصى بها، يجب على المستشار أن يأخذ في الاعتبار المركز الضريبي للعميل، إذ ينبغي تحديد نوع **المعاملة الضريبية** للمنتَج وأي دفعات مالية تستوجب الدفع بموجب ذلك، فقد يكون لهذا تأثير بالغ على المركز المالي للعميل إذا ما اضطرَّ للمطالبة بالتعويض بموجب البوليصة. ولا بدّ من دراسة خصائص كل منتَج على حدة لمعرفة ما إذا كانت التعويضات المستحقة بموجب بعض بوالص التأمين معفاة من الضرائب أم لا وما إذا كانت تحتوي على أي مزايا أو عيوب من حيث المعاملة الضريبية الخاصة بها.
- عادة ما تحسَب **العمولات** المدفوعة للمستشار استناداً إلى قسط التأمين المدفوع، ومن هنا يجب على المستشار التأكد من أنه يوصي بالمنتَج الأنسب على الإطلاق للعميل وليس بالمنتج الذي يضمن له أعلى نسبة من العمولة.

٢-٧ اختيار مزوِّدي المنتجات

هدف التعلّم

٨-٢-٨ فهم العوامل التي يجب أخذها في الاعتبار عند تحديد حلول منتجات الحماية التأمينية المناسبة وعند اختيار مزوِّدي هذه المنتجات

بعد أن يقرر المستشار نوع المنتج الموصى به، فإن مهمته التالية تتمثّل في تحديد مزوِّد المنتَج المناسب.

قد تختلف ميزات المنتَج نفسه من مزوِّد لآخر وبالتالي قد يكون هذا عاملاً حاسماً، لكن في حال وجود عدد من المزّودين الذين يقدِّمون منتجات ملائمة بالدرجة نفسها، فعندها يجب على المستشار مراعاة كلٍّ مما يأتي:

- القوّة المالية؛
- جودة الخدمة؛
- أي تعليقات على المنتج من قبل الجهة الرقابية التنظيمية أو تقارير صحفية ناقدة (في حال اضطر العميل للمطالبة بالتعويض المتفق عليه بموجب البوليصة، يجب ألا يواجه أي مشاكل في ذلك).

١-٧-٢ الملاءة المالية

يشكّل تأمين الحماية أحد ميادين التأمين حيث تُعَدّ القوّة الرأسمالية للمزوِّد أمراً مهماً، وتمثِّل عاملاً حيوياً يجب أن يؤخذ في الاعتبار عند إعداد الغطاء التأميني.

وعلى الرغم من أن تكلفة أقساط التأمين قد تبدو مؤشراً فورياً على مدى ملاءمة البوليصة للعميل، إلا أنه من المهم للمستشار مراعاة عامل القوة المالية لمقدم المنتج الذي يوصي به أيضاً. فقد تبقى بوالص التأمين سارية المفعول لسنوات عديدة، لذلك فإن عليه أن يتحقَّق من أن الشركة ستبقى موجودة عندما يحتاج العميل إلى المطالبة بالتعويض في غضون عشر سنوات أو ٢٠ سنة، إذ لا فائدة ترجى من دفع أقساط أقل إذا كانت شركة التأمين غير موجودة في وقت الحاجة إليها.

والحماية التأمينية ميدان تجاري يتّسم بالاستثمار المكثَّف جداً في رأس المال، ذلك أنّه يتطلب احتياطيات مالية ضخمة لتغطية المطالبات المحتملة والحفاظ على القدرة على الوفاء بالالتزامات. وفي ظل تزايد الصعوبات في البيئة الاقتصادية، فإنها تشكّل أيضاً مجالاً ستنسحب منه شركات التأمين إذا كانت تواجه صعوبات مالية. وقد شهدت الآونة الأخيرة تعرّض عدد من شركات التأمين العاملة في مجال تقديم الحماية التأمينية لعمليات استحواذ وتملّك إلى جانب انسحاب بعض هذه الشركات من سوق الحماية التأمينية نهائياً في بعض الدول.

يجب أن يكون المستشار على دراية بما يمكن أن يحدث إذا اضطرت شركة التأمين التي تقدِّم المنتَج إلى الخروج من السوق. فإذا أفلست الشركة أو توقفت عن بيع منتجاتها، فقد يتم نقل بوالص التأمين إلى شركة مختصة بالسجلات المغلقة (أي شركة أو كيان متخصص في إدارة وثائق التأمين التي لم تعد تُباع أو تُسوَّق بنشاط). وهذا التغيير في الملكية يمكن أن يصحبه تغيير سلبي في مقاربة الشركة لإدارة طلبات التعويض، حيث ستكون دوافعها للمشاركة في سوق الحماية التأمينية بالتأكيد مختلفة جداً عن دوافع أولئك المزوِّدين الذين يبيعون منتجات جديدة. كما يمكن أن تصبح معاملاتها أقل وضوحاً وشفافية وأن تزداد تكلفة الإضافة إلى الغطاء التأميني أو التعديل عليه بمجرد نقل البوليصة الخاصة بالعميل بمثل هذه الطريقة.

ويمكن أن يحدث ما هو أسوأ من ذلك إذا اضطرت الشركة التي تزوِّد المنتَج إلى الخروج من السوق نهائياً وخسر العميل تأمينه وبات عليه استخراج بوليصة تأمين جديدة مع مزوِّد آخر. وعلى سبيل المثال، في حال التأمين الصحي أو التأمين ضد الحالات المرضية الحرجة، قد يصبح العميل بحلول ذلك الوقت في وضع صحي يستدعي دفع أقساط تأمين أعلى و/أو استبعاد بعض جوانب التأمين بسبب أي ظروف صحية قائمة.

هذا وتوجد جهات رقابية أيضاً يمكنها تقديم المساعدة، ولذلك من المهم التأكد من أن شركة التأمين تخضع للقوانين التنظيمية، إذ يجب أن تكون الجهة الرقابية قادرة على تقديم المساعدة في ما يتعلّق بأيِّ مسائل مالية. كما يجب على المستشار التحقق من عدم وجود تغطية صحفية سلبية تتعلق بالشركة والصعوبات المالية التي تواجهها، لا سيما من حيث دفع التعويضات.

٢-٧-٢ جودة الخدمة

يُعَدّ تقييم جودة الخدمة التي يقدِّمها مزوِّد المنتَج أمراً مهماً أيضاً، ويجب على المستشار أن يدقِّق في كل من سجل طلبات التعويض وتقديم الخدمات الخاصة بشركة التأمين من جهة والتزامها طويل الأمد تجاه السوق من جهة أخرى. ويمكن أن يكون لهذين الأمرين أهمية لا تقلّ عن أهمية القوة المالية، لا سيما في ما يتعلق بمنتجات التأمين على الحياة، فصاحب بوليصة التأمين يودّ أن يكون على يقين من أنه إذا توفِّي وطالب زوجه أو شريكه المدني بالتعويض بعد وفاته، فإنّ للشركة التي يشتري منتجاتها سجلاً جيداً وسمعة طيبة من حيث دفع التعويضات المستحقة من دون قدر يذكر من المشاكل أو الصعوبات.

يجب على مزوِّد الخدمة ذي السمعة الطيبة:

- تقديم مستندات واضحة ومفهومة؛
- وتقديم خدمة خالية من المتاعب؛
- وعرض المعدلات والأسعار بطريقة واضحة وشفافة؛
- وإجراء الفحوص الطبية في وقتها المحدَّد.

إنّ هذه المؤشرات وغيرها، بما في ذلك الخبرة العملية في التعامل مع الشركة، من شأنها أن تعطي مؤشراً عن جودة الخدمات في الشركة.

أما الخاصية الأخرى الأساسية لمستوى الخدمة المقدَّمة من قبل شركة التأمين فتتعلق بطريقة تعاملها مع طلبات التعويض. ويجب على المستشار أن يمحِّص في تاريخ سياسة الشركة في التعامل مع الطلبات ويقرِّر ما إذا كانت تدفع التعويضات بإنصاف وفاعلية أم تضع العقبات في طريق العميل الذي يطالب بالحصول على التعويض بموجب البوليصة. ويجدر القول إنّ عملية التمحيص هذه مسألة صعبة وغير موضوعية، حيث يرجع الأمر إلى المستشار لتحديد ذلك بالاستناد إلى تجاربه الخاصة أو تجارب الشركات الاستشارية الأخرى التي يعمل ويتواصل معها.

٢-٨ تقديم التوصيات

هدف التعلّم

٨-٢-٩ معرفة العناصر التي ينبغي إدراجها في تقرير التوصيات للعميل

لقد اقتربنا الآن من المراحل النهائية من عملية التخطيط.

في هذا القسم الأخير، سننظر إلى السبل المفضلة لعرض هذه التوصيات وتقديمها للعميل. فتقديم المعلومات بطريقة واضحة ومفهومة أمر ضروريٌّ لكي يتمكن العميل من استيعاب النصيحة الموصى بها، كما يُعَدّ جزءاً مهماً من عملية تقديم المشورة المالية. ويتحقق هذا عادة عن طريق إعداد تقرير رسمي مكتوب، بحيث يتضمن المنتجات الموصى بها في سياق ظروف العميل وأهدافه.

ولا توجد طريقة صحيحة وحيدة دون غيرها لكتابة التقرير، لكنّ معظم الصيغ تتضمن المحتويات الآتية:

- تاريخ التقرير
- مقدمة تشرح مضمون التقرير
- الوضع الحالي للعميل بحيث يقتصر على الجوانب الأكثر أهمية مع ملخَّص عن ترتيبات الحماية الحالية المتوافرة لديه حالياً
- الأهداف والأولويات التي تم الاتفاق عليها مع العميل
- التوصيات المقترحة مع شرح لأوجه ارتباطها بالأولويات والأهداف وأسباب اختيار مزوِّد الخدمة الموصى به دوناً عن غيره
- الاعتبارات التي تم تأجيلها إلى وقت لاحق
- الآثار الضريبية للتوصيات المقترحة على الوضع الضريبي للعميل
- الخطوات الواجب اتخاذها لتنفيذ المتطلبات.

كما يرفق المستشار مع التقرير عروض أسعار المنتَج الموصى به ومخططات توضيحية لهذا المنتَج والكتيبات المتعلقة به.

وقد يكون التقرير جزءاً من رؤية شمولية لمركز العميل. وبالتالي يمكن أن يتضمن توصياتٍ تتعلق بالاستثمار والتقاعد بالإضافة إلى الحماية التأمينية.

ما من شكّ في أنّ تقديم تقرير مكتوب يمثّل طريقة مهمَّة لتوثيق التوصيات المقترحة والمعلومات الأساسية التي تستند إليها، وبالتالي ينبغي تجنب احتمالات سوء الفهم لأن التقرير بمثابة حماية وضمان للمستشار.

وثائق الخدمات الرئيسة في الشركة (Key Features Documents KFDs)

من السمات الأساسية للقواعد التنظيمية أن تكون النصائح الموصى بها للعميل مناسبة له وأن تتوافر له المعلومات الضرورية من أجل صنع قرار مدروس.

ومن الطرق المتَّبعة لتحقيق ذلك توفير وثائق الخدمات الرئيسة في الشركة (KFDs)، التي تصف المنتَج بالطريقة التي يمكن للعميل أن يفهمها.

ويتم تقديم وثيقة الخدمات الرئيسة في الشركة (KFD) إلى العميل بوصفها جزءاً من مجموعة الكتيبات التوضيحية المتعلقة بالمنتَج، وينبغي أن تحتوي على المعلومات الآتية جميعها:

- وصف واضح لأهداف المنتَج
- الالتزام الذي سيلتزم به العميل
- المخاطر التي ينطوي عليها المنتَج مع وصفٍ للعوامل التي قد يكون لها تأثير سلبي على الأداء أو التي قد تكون ذات تأثير كبير على قرار العميل
- قسم للأسئلة والأجوبة في ما يتعلق بالشروط الرئيسة المتعلقة بالمنتَج كما الشروط الأساسية للمنتَج وأي معلومات أخرى ضرورية لتمكين العميل من اتخاذ قرار مدروس بالإضافة إلى الرسوم التي سيكلَّف العميل بدفعها.

إنّ وثيقة الخدمات الرئيسة في الشركة (KFD) المصاغة جيداً تساعد العميل في فهم التوصيات المقترحة والالتزامات التي سيلتزم بها، كما أنها تيسِّر عموماً عملية التخطيط التي أبرمت. لكن يجب على المستشار أن يدرك أنّ وثائق الخدمات الرئيسة في الشركة (KFDs) ليست كلها مكتوبة بأسلوب مختصر وواضح ومفهوم، وعندما لا تتوفر فيها هذه الشروط، فإنّ من واجبه مساعدة العميل في فهمها حتى يتمكن من اتخاذ قرار مدروس.

حقوق الإلغاء

يُعَدّ حق العميل في تغيير رأيه وإلغاء الترتيب المتفق عليه أو الانسحاب منه بدون دفع أي رسوم ميزة مهمةً من ميزات الكثير من المنتجات والخدمات المالية. ومن المهم أن يوضِّح المستشار هذه الحقوق للعميل بالإضافة إلى أيِّ وثائق ذات صلة بصورة كاملة.

٣- تخطيط التركات وصناديق ومؤسسات إدارة الممتلكات

١-٣ تخطيط التركات

هدف التعلّم

١-٣-٨ فهم المفاهيم الأساسية المتعلقة بتخطيط التركات: تقييم التركة؛ التوكيل الرسمي؛ تنفيذ الوصية؛ ضريبة الميراث والتأمين على الحياة

يعنى تخطيط التركات بالتحقق من أن العميل يتّخذ الخطوات المناسبة لضمان أن تنتقل ثروته التي أمضى عمره في تجميعها إلى المستفيدين المستهدفين بها، وبطريقة تتّسم بالكفاءة الضريبية.

يمكن أن يكون تخطيط التركات مسألة معقدة، لكنه ينطوي أساساً على تحديد من الذي سيرث أصول العميل وما الخطوات التي يمكن اتخاذها لتقليل أي ضرائب سوف تترتَّب على التركة عند الوفاة.

وتتنوع الخطوات التي يمكن اتخاذها تنوعاً كبيراً من بلد إلى آخر. فبعض النظم القضائية تسمح بالحرية الكاملة للفرد في اختيار المستفيدين من تركَتِه، في حين أنه في مناطق أخرى يحقّ لمجموعة معينة من الأفراد الحصول على حصة معينة من الميراث.

٣-١-١ تقييم تركة العميل

الخطوة الأولى الرئيسة في تخطيط التركات تتمثّل في تقييم حجم الأصول والخصوم الموجودة لدى العميل.

وتتضمّن هذه ممتلكاته ومدخراته وأي استثمارات يملكها، لكن من الضروري أيضاً تحديد أي أرصدة أخرى من شأنها أن تصبح مستحقة السداد عند وفاة العميل، مثل العوائد على أي من بوالص التأمين على الحياة أو دفع تعويض الوفاة إذا كان العميل ما يزال على رأس عمله. وينبغي أن يأخذ تقييم الخصوم والالتزامات في الاعتبار أي بوالص لتأمين الحماية أيضاً قد يكون العميل رتّبها لسداد أيٍّ من تلك الالتزامات عند استحقاقها، مثل بوالص الحماية التأمينية على أقساط الرهن العقاري.

عقب تحديد الأصول والالتزامات، من المفيد تلخيصها في قائمة ميزانية عمومية يمكن بعدئذ استخدامها لتوجيه العميل إلى التأمُّل في ثلاثة مجالات رئيسة:

- ما إذا كان بحاجة إلى استخراج توكيل رسمي (PoA) (وكالة قانونية) لحماية مصالحه حين يصبح غير قادر على إدارة شؤونه الخاصة؛ يُنظر القسم ٣-٢-١.
- مَن هم الأشخاص الذين يرغب في توريثهم تركَتَه وما إذا يرغب في تقديم أيِّ هبات.
- مقدار أي خصوم (التزامات) قد تنشأ بموجب ضريبة الميراث، أو غير ذلك من الضرائب التي تستحقُّ على الشخص عند الوفاة، وما إذا كان ينبغي اتخاذ أيِّ ترتيباتٍ للتخفيف من قيمتها.

٣-١-٢ التوكيل الرسمي (PoA)

التوكيل الرسمي (الوكالة القانونية) عبارة عن وثيقة قانونية يصدرها العميل لتفويض شخص آخر بإجراء معاملة معينة بالنيابة عنه أو لتوكيل شخص آخر بإدارة شؤونه الخاصة.

على سبيل المثال، قد يحتفظ العميل، فيما يتعلق بشؤونه المالية، بمجموعة من الاستثمارات باسمه الخاص، أو قد يعين شركة لإدارة محفظته الاستثمارية. ويجب النظر في ما قد يحدث إذا أصبح العميل غير قادر على إدارة شؤونه.

يمكن لأيِّ فرد يتمتَّع بكامل قواه العقلية أن ينشئ توكيلًا رسميًّا ما دام حيّاً، ويعيِّن شخصًا آخر للقيام بأنشطة معيَّنة. لكنه بمجرد أن يفقد أهليته العقلية، فإنه يفقد السلطة المخوَّلة له التصرف في شؤونه، وسيضطر الشخص الآخر إلى التقدُّم بطلبٍ إلى المحكمة كي تعيِّنه للتصرُّف بصفة وكيل.

لدى بعض البلدان تفاصيل أكثر تعقيدًا حول هذا المبدأ الأساسي، ويجب أن يكون المستشار على دراية بهذه التفاصيل. على سبيل المثال، في المملكة المتحدة، يمكن للفرد تنفيذ ما يُعرف باسم توكيل دائم (LPA). ولذلك نوعان:

- تقوم الوكالة الدائمة للعقارات والشؤون المالية بتعيين شخص لإدارة شؤونهم المالية في حالة غياب قدرتهم على القيام بذلك.
- تقوم الوكالة الدائمة للرعاية الصحية بتعيين وكيل لاتخاذ القرارات بشأن رعاية الفرد الصحية الشخصية ورفاهه، بما في ذلك القرارات المتعلقة بالموافقة على العلاج الطبي أو رفضه. بمجرد أن يفقد الفرد قدرته العقلية، لا يحتاج الوكيل إلا إلى تسجيل الوكالة الدائمة للرعاية لدى المحاكم قبل أن يتمكن من استخدامها قانونيًا.

من الضروري أن ندرك أن السلطة الممنوحة للمستشار أو الشركة الاستثمارية للتصرف بالنيابة عن العميل يمكن أن تستمر فقط طالما أن العميل يستطيع أن يغير رأيه ويلغي أي عقد أو اتفاق.

بمجرد أن يصبح العميل غير قادر على إدارة شؤونه بنفسه، فإن سلطة التصرف تتوقف ويصبح ضرورياً وضع ترتيبات بديلة (يسري هذا المبدأ بما يتجاوز خدمات إدارة الاستثمار ليشمل المنتجات المالية اليومية، مثل الحسابات المصرفية). ويجب تسمية شخص آخر

للتصرف بممتلكاته بالنيابة عنه؛ وهذا الشخص قد يكون أحد أفراد الأسرة أو محامياً، على سبيل المثال. وتعتمد آلية تعيينه للقيام بذلك على ما إذا كان الفرد قد اتَّخذ ترتيباتٍ مسبقة أم لا، لكن في كلتا الحالتين، توجد سلسلة من القواعد والإجراءات القانونية التي يجب اتّباعها. فقد يصبح الفرد غير قادر على إدارة شؤونه الخاصة قبل أن يضع أي ترتيبات لما سيحدث حينها. وإذا ما وقع ذلك، يجب أن يتقدَّم شخص آخر بطلب إلى المحاكم للحصول على الصلاحيات اللازمة للتصرف في ممتلكاته بالنيابة عنه. ويُعرف هذا الشخص باسم متلقي الوكالة القانونية أو الوكيل، ويُشار إلى الشخص الذي يتولى رعاية شؤونه باسم العميل أو المانح.

من وجهة نظر المستشار أو شركة الاستثمار، يجب تعيين وكيلٍ مخوَّل إليه إصدار التعليمات على وجه السرعة. وفي الممارسة العملية، يُعدّ هذا مجالًا صعبًا بالنسبة إلى الشركة التي قد تحتاج إلى اتخاذ إجراء عاجل في أثناء تعيين وكيل، وإذا فعلت ذلك، فقد تخاطر برفض الوكيل قبول قرارها لاحقًا. ومع ذلك، يبقى على الشركة واجب إدارة الاستثمارات وفقًا للتفويض الحالي (على الرغم من أن المشاكل قد تنشأ في ما يتعلق بالموافقة على الجدارة).

٣-١-٣ تنفيذ الوصية

الوصية عبارة عن وثيقة قانونية تحدّد ما سيحدث لأصول الفرد المتوفَّى. وحيثما أمكن، ينبغي على العميل كتابة وصيته من أجل ضمان أن توزَّع تَرِكتُه على النحو الذي يرغب به، كما يجب عليه طلب المشورة المتخصصة لكي يضمن أن تراعي الوصية القوانين ذات الصلة.

وتُعَدّ الوصية عموماً مسألة أساسية للجميع، لكن أهميتها تزداد في حال كانت للعميل أسرة وأطفال صغار وفي حالات الزواج الثاني. فالأسرة التي تضم أطفالاً صغار السنّ يجب أن تضع الترتيبات اللازمة لما يمكن أن يحدث للأطفال إذا ما تعرَّض الأبوان لحادث أودى بحياتهما. من الذي سيتولى العناية بالأطفال؟ ومن الذي سيقوم باستثمار أي أموال تملكها الأسرة حتى يصبح الأطفال في عمر يسمح بالقيام بذلك؟ وماذا سيحدث إذا احتاج الطفل إلى بعض النفقات الأساسية مثل دفع الرسوم المدرسية؟ يجب أن تضمن الوصية المكتوبة على نحو سليم مراعاة هذه النقاط المذكورة كلها. أما في حالات الزواج الثاني، فقد يرغب الشريكان في تقسيم موجوداتهما بطرق دقيقة عند وفاة أحدهما بعد وفاة الآخر، وهنا أيضاً يجب أن تضمن الوصية التي تمت صياغتها بعناية تحقيق ذلك.

وإذا كانت لدى العميل أصول في الخارج، لا سيما الممتلكات العقارية، فينبغي عليه، عندئذٍ، أن يكتبَ وصايا منفصلة في كل بلد، وعموماً ينبغي أن يصيغ هذه الوصايا اختصاصيٌ في النظام القضائي المعنيّ. ويجب أيضًا الحرص على عدم تناقض الوصايا في كل بلد مع بعضها بعضاً (سواء من حيث الموضوع أو القوانين المعمول بها)؛ لذلك، من المهم طلب المشورة القانونية المناسبة ليس على المستوى المحلي فحسب، بل وأيضًا من حيث كيفية تفاعل الوصايا المختلفة مع بعضها بعضاً، من حيث تنازع الأحكام المحتمل، والتسلسل الزمني والتنازع المحتمل بين القوانين المعمول بها.

وإذا لم يقم العميل بكتابة أي وصية، فإن النظام القانوني هو الذي يحدِّد من هم الورثة. فعندما يموت شخص من دون أن يترك وصية، يقال إنّه توفي بلا وصية وعندها يتحدَّد من هم ورثته بموجب مجموعة من القواعد الخاصة بهؤلاء الأشخاص. وليس مستبعداً أن يتم توزيع التركة بموجب هذه القوانين بطريقة تخالف تماماً ما كان ينويه العميل.

في بعض الأنظمة القضائية، ليس من الممكن كتابة وصية، وفي هذه الحال، ينبغي النظر في إمكانية استخدام صندوق استثماري في الخارج (راجع القسم ٣-٢-٤).

٣-١-٤ ضرائب التركات

بعد إعداد قائمة الميزانية العمومية التي تتضمن بالتفصيل الأصول والخصوم الخاصة بالعميل، ينبغي أن يصبح المستشار قادرًا على تقدير حجم ضريبة التركات المترتِّبة على العميل. ففي كثير من دول العالم، تُفرض ضريبةٌ على الأصول التي يملكها الشخص، ويمكن أن تنشأ الضريبة في أثناء حياته أو عند وفاته. وتعرف هذه الأنواع من الضرائب بأسماء مختلفة، مثل: ضرائب المتوفّى، أو ضرائب الأيلولة، أو الضريبة على الهبات، أو ضريبة الميراث (IHT) أو الضريبة على الثروة. وقد تكون هذه الضرائب عبارة عن ضرائب منفصلة أو مجتمعة في رسم ضريبي واحد.

وتمنح معظم البلدان إعفاءات وتخفيضات ضريبية يمكن أن يستفاد منها للتخفيف من القيمة النهائية لضرائب الميراث التي قد تكون مستحقة الدفع. فعند صياغة الوصية، يتم تحديد الأشخاص الذين يرغب العميل في توريث تركته لهم، لكن ينبغي أيضاً مراعاة صياغتها بطريقة تضمن للعميل الاستفادة القصوى من الإعفاءات والتخفيضات الضريبية المتاحة.

يتوقف الالتزام بضرائب التركات عادةً على محلّ الإقامة الدائم للشخص والموقع الجغرافي للأصول التي يملكها. ومن الضروري أن يُلمَّ مديرُ الاستثمار الذي بتعامل مع عملاء من بلدٍ آخر غير البلد الذي يقيم فيه بآليات تطبيق هذه الضرائب؛ لأن ذلك قد يُؤثِّر في الترتيبات التي يضعها لعميله، ولأن أيَّ ترتيب غير مناسب قد يُؤدِّي إلى نشوء التزام ضريبي غير مقصود.

٣-١-٥ دور التأمين على الحياة في تخطيط التركات

قد يكون من الممكن التخفيف من الضرائب على التركات عن طريق وصيةٍ صيغت ببراعة وعن طريق تخفيض حجم التركة بواسطة تقديم الهبات أثناء حياة المرء، لكن لا سبيل في العادة إلى تجنب دفع الضريبة على التركات تماماً، وهنا يأتي دور التأمين على الحياة.

من الممكن استخراج بوالص تأمين الحماية، التي تُعرف أحياناً باسم بوالص التأمين على ضريبة الميراث، المصمّمة خصيصاً لمساعدة العملاء على تحقيق هدفهم وعادةً ما تنطوي هذه البوالص على قيام العميل بدفع أقساط التأمين على بوليصة تم إعدادها بطريقة تضمن دفع التعويض المستحق على البوليصة مباشرة إلى المستفيدين من تركة العميل من دون أن تشكّل جزءاً من التركة ولا تخضع بالتالي إلى ضريبة التركات. وفي حين تبقى ضريبة التركات في هذه الحال مستحقة الدفع، يكون العميل قد أمَّن بهذه الطريقة حصول المستفيدين المستهدفين على مبلغ مقطوع يمكن أن يعوِّض عن المبلغ المدفوع.

ومن الممكن أيضاً، تبعاً للقوانين المحلية، أن يستخرج العميل بوليصة تأمين على الحياة أو سنداً استثمارياً واستثمار مبالغ كبيرة من المال ومن ثم عمل الترتيبات اللازمة لتمريرها مباشرة إلى المستفيدين وتجنّب دفع أي ضرائب على التركة. وعادةً ما ينطوي هذا على استخدام سند توكيل لإدارة الممتلكات لمنفعة المستفيدين.

يجب عمل هذه الترتيبات أو تقديم الهبات عادةً قبل سنوات من وفاة العميل لكي يتاح له الاستفادة منها. ولا بدَّ من إضافة قيمة أي عوائد على بوليصة التأمين التي لا تخضع لأي توكيل قانوني لمنفعة آخرين إلى تركة الشخص المؤمَّن على حياته حيث قد تخضع هذه العوائد لضرائب التركات.

٣-٢ أدوات الاستثمار العائلي

هدف التعلّم	
٣-٢-٨	معرفة استخدامات أدوات الاستثمار العائلي: الصناديق وأنواع الصناديق المتاحة؛ الصناديق في الخارج؛ المؤسسات في الخارج؛ شركات الاستثمار

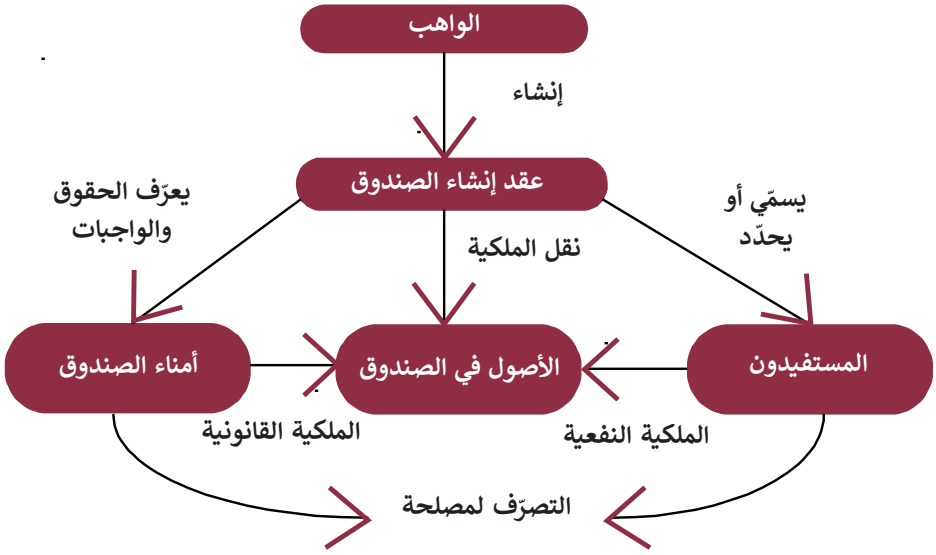
هناك عدد من الترتيبات التي يمكن جمعها بشكل ملائم تحت مصطلح أدوات الاستثمار العائلي، مثل الصناديق والمؤسسات، التي يمكن استخدام كلّ منها لإدارة ثروة العائلة.

٣-٢-١ صناديق إدارة الممتلكات

تستند الصناديق إلى مفهوم القانون الإنجليزي وجرى تطويرها من أوائل العصور الوسطى فصاعداً كوسيلة للحفاظ على الثروة ونقل الأصول عند الوفاة بطريقة خاضعة للرقابة. وبمرور السنوات، توسّع استخدامها دولياً وهي تميل إلى أن تكون سمة من سمات البلدان التي لديها أنظمة القانون العام. لكنّها غير موجودة حصرياً في الولايات القضائية للقانون العام.

على الرغم من أن الصناديق تخدم أغراض التخطيط المالي، إلا أنها في بعض الولايات القضائية لا تُستخدم عمومًا بهذه الصفة (إن استخدمت على الإطلاق).

صندوق الاستثمار عبارة عن وسيلة قانونية تمكّن الشخص من إعطاء الممتلكات لشخص آخر يقوم برعايتها والاهتمام بها بالنيابة عن شخص ثالث أو مجموعة من الأفراد. ويوضِّح الشكل أدناه خصائص الصندوق والأطراف ذات الصلة به.



توصف المكونات الرئيسة للصندوق في الجدول التالي:

الواهب (المانح)	• **الواهب** هو الشخص الذي يُنشئ الصندوق وينقل ملكية أصوله إلى الأمناء.
عقد إنشاء الصندوق	• يجري إنشاء الصندوق بالتوقيع على وثيقة قانونية تتضمَّن أحكامًا تفصيلية عن شروطه، وواجبات الأمناء وصلاحياتهم، ومَن هم المستفيدون من الصندوق. وقد يكون هذا المستند القانوني إما عقدًا منفصلًا، أو قد يكون متضمنًا في وصية شخص ما.
أمناء الصندوق	• يجري تعيين الأمناء عادةً في عقد إنشاء الصندوق نفسه، وغالبًا ما ينصُّ العقد على صلاحيات تعيين أمناء آخرين متى دعت الحاجة. • يحتفظ الأمناء بالأصول بعد نقل ملكيتها إليهم، ويديرونها وفقًا لشروط الصندوق ولصالح المستفيدين. ترجع الملكية القانونية للأصول إلى الأمناء، ولكن عليهم أن يتصرفوا على النحو الذي يخدم مصالح المستفيدين. • يتصرف الأمناء بموجب صلاحياتهم المنصوص عليها في القانون وفي عقد إنشاء الصندوق.
حامي الصندوق	• في بعض الحالات يجري تعيين حامي الصندوق لحماية مصالح المستفيدين. • من أنواع الصلاحيات الممنوحة لحامي الصندوق عادةً: اشتراط الحصول على موافقته قبل إجراء معاملات معيَّنة، أو تمكينه من توجيه الأمناء في بعض المسائل، فضلًا عن صلاحيات عزل الأمناء وتعيين غيرهم.
المستفيدون	• يحدِّد عقدُ إنشاء الصندوق مَن هم المستفيدون من الصندوق، أو قد يُسمّي فئة الأشخاص الذين يمكنهم الاستفادة من الصندوق. وقد تشمل مجموعة المستفيدين الواهب نفسه، أو الزوج، أو الأطفال، أو الأحفاد، أو الأطفال الذين لم يولدوا بعد، أو أيَّ أطراف أخرى يسمِّيها الواهب.

وصندوق إدارة الممتلكات هو وسيلة قانونية يتم نقل الأصول إليه وإدارته بعد ذلك من قبل الأمين، الذي يتحمّل مسؤولية الاحتفاظ بالأصول واستثمارها لصالح المستفيدين الواردة أسماؤهم في التوكيل.

٣-٢-٢ استخدامات صناديق إدارة الممتلكات

لصناديق إدارة الممتلكات مجموعة متنوعة من الاستخدامات. ومن الأسباب الرئيسة التي أدت إلى انتشارها ما يأتي:

- **تخطيط التركات** - كبديل لتمرير الأصول إلى الورثة عن طريق الوصية؛ يمكن أن تعطي صناديق إدارة الممتلكات قدراً أكبر من المرونة في ما يتعلق بالتوقيت والشروط التي يتم توزيع الأصول وفقاً لها.
- **حفظ الأصول** - باعتبارها وسيلة للحفاظ على ثروة العائلة.
- **حفظ الشركات** - باعتبارها وسيلة لضمان استمرار الشركات العائلية.
- **حماية الأصول** - لحماية الأصول ضد مطالبات الآخرين.
- **حماية الأسرة** - لضمان مصالح الأطفال من ذوي الاحتياجات الخاصّة أو القاصرين، بما في ذلك توفير التعليم والرعاية، بما يضمن حماية مصالحهم وحصولهم على الأموال اللازمة في الوقت المناسب.
- **التخطيط الضريبي** - لتخفيض الالتزامات الضريبية المستقبلية بموجب ضريبة الميراث عن طريق تحويل الأصول إلى صندوق يدير الممتلكات لمنفعة المستفيدين وبذلك إخراجها من قائمة ممتلكات الواهب.
- **الهبات الخيرية** - كوسيلة لضمان استيفاء بعض الأهداف الخيرية.

٣-٢-٣ أنواع صناديق إدارة الممتلكات

تتميز صناديق إدارة الممتلكات بمرونتها إذ يمكن إنشاء مجموعة متنوعة من هذه الصناديق لكلٍّ منها خصائص مختلفة. تأتي صناديق الاستثمار في مجموعة متنوّعة من الأشكال، لكننا سنذكر هنا بعضاً من أهم الأنواع التي تصادف المستشار المالي:

الصناديق البسيطة

الصناديق البسيطة أو صناديق الإدارة المطلقة هي الصناديق التي يكون فيها للأمين صلاحية مطلقة على الأصول لصالح مستفيد واحد، في العادة (بالرغم من أنه قد يكون هنالك أكثر من مستفيد). ولكن، يحق للمستفيدين الحصول على رأس المال والدخل بالكامل من الصندوق في أي وقت بمجرد بلوغهم سنًا معينة (على سبيل المثال، ١٨ عامًا في إنجلترا وويلز، و١٦ عامًا في إسكتلندا) وامتلاكهم الأهلية العقلية الكاملة. يجوز للمستفيدين الذين يمتلكون كامل الفائدة العادلة أن يطالبوا بالفائدة القانونية من الأمين والتي ستمنحهم ملكية مطلقة للممتلكات المحفوظة في الصندوق، وبالتالي إنهاء الصندوق.

تُعد الصناديق البسيطة مفيدة بشكل خاص للأجداد الذين يرغبون في نقل أصولهم إلى أحفادهم أو تخصيص أموال لرسومهم المدرسية أو تعليمهم الجامعي. يتمتع المستفيدون المذكورون بـ"حق مطلق" في الأصول التي توضع في الصندوق البسيط، ولكن سيتم الاحتفاظ بها باسم الأمين حتى يصبح الأطفال مستحقين لأصول الصندوق. وقد يكون هذا مفيدًا لتسوية الأصول التي لا يستطيع المستفيدون الاحتفاظ بها بشكل مباشر، على سبيل المثال، الأسهم والسندات (لأن القاصرين لا يمكنهم التعاقد على شرائها وبيعها).

صناديق المصلحة في الحيازة (IIP)

تُعرف أيضًا باسم صندوق المصلحة مدى الحياة أو صندوق المصلحة الثابتة، حيث يتمتع المستفيد بالحق في دخل الصندوق خلال حياته (المستأجر مدى الحياة) ولكن رأس المال ينتقل إلى شخص آخر (المتبقي) عند وفاته. وبالتالي، يمكن لصندوق المصلحة في الحيازة أن يمنح الشخص الحق في التمتع بالأصول خلال حياته من دون الحق المطلق في رأس المال أو الأصول؛ وبدلاً من ذلك، يمكن للصندوق أن ينص على أن رأس المال هذا ينتقل إلى شخص آخر بعد وفاة ذلك الشخص.

تُنشأ صناديق المصلحة في الحيازة، في بعض الأحيان، في وصية، وتمثّل هذه الصناديق طريقة مفيدة محتملة لتوفير دخل آمن لأفراد عائلة الواهب، مع ضمان حفظ بعض الأصول لتمريرها في تاريخ لاحق.

مثال

يملك السيد أكرم منزلاً وقد أنشأ صندوقاً لنقل ملكية المنزل إلى السيد سامر والسيدة مريم بوصفهما أمينين عليه. وتنص شروط التوكيل على أنّ لابنة السيد أكرم (زينة) الحق في العيش في المنزل، وعقب وفاتها تنتقل الملكية المطلقة للمنزل إلى ابنتها ندى (المستفيد الأخير- التي تستلم الأصل الباقي في حساب الصندوق بعد تسديد جميع المدفوعات اللازمة الأخرى). لا ينتج عن هذا الأصل أي دخل، لكن للسيدة زينة الحق في التمتع بالملكية المنصوص عليها في سند التوكيل، وبالتالي تكون مستأجرة للمنزل مدى الحياة.

صناديق التراكم

يمكن لأمناء الصندوق أن يُراكموا الدخلَ ضمن الصندوق وأن يضيفوه إلى رأس مال الصندوق، غالباً إلى أن يصبح المستفيد مستحقًا قانونًا لأصول الصندوق أو الدخل الذي ينتجه الصندوق. يمكنهم أيضًا صرف الدخل، كما هو الحال مع الصناديق التقديرية. (لا ينبغي الخلط بين هذه الصناديق وصناديق التراكم والوقاية القديمة، وهي نوع خاص من الصناديق التقديرية المخصصة لتوفير احتياجات الأطفال والشباب حتى بلوغهم سن ٢٥ عامًا، والتي توقفت في عام ٢٠٠٦).

الصناديق التقديرية

في الصناديق التقديرية، يحظى الأمناء بحرية التصرّف في ما يتعلق بالشخص الذي يُدفع رأس المال والدخل إليه، ضمن معايير معينة.

يُسمح للواهب باختيار قائمة من المستفيدين التقديريين عند إنشاء الصندوق، ويمكن للمستفيدين أن يتغيّروا على مدار عمر الصندوق. لا يتمتع المستفيدون التقديريون بأي مصلحة فورية في الصندوق؛ بل يتلقون عائدات الصندوق وفقًا لتقدير الأمناء.

قد يرغب أحد الأفراد في أن يبقي على المرونة فيما يتعلق بمن سيستفيد من الوصية، بحيث يمكن إدراج الأطفال أو الأحفاد المستقبليين الذين لم يولدوا بعد، أو لأسباب أخرى عديدة. يمكن أن يوفر الصندوق التقديري توزيعَ رأس المال أو الدخل بين فئة واسعة من الأشخاص، مع منح الواهب للأمناء حرية التصرف فيما يتعلق بتوقيت أي توزيعات ومن سيفيد منها.

غالبًا ما يتم استخدام نوع خاص من الصناديق التقديرية، وهو صندوق التراكم والوقاية (A&M) من أجل تعليم الأطفال أو الأحفاد وتحقيق المنفعة العامة لهم. لم يعد من الممكن إنشاء صناديق تراكم ووقاية جديدة، إلا أن بعضها لا يزال موجوداً.

٣-٢-٤ الصناديق في الخارج

يُعتبر استخدام الصناديق في الخارج لأغراض التخطيط الضريبي وحماية الأصول من الأمور الشائعة التي يستخدمها الأفراد الأثرياء كجزء من إستراتيجية التخطيط الضريبي الشاملة.

وتُعَدّ صناديق إدارة الممتلكات في الخارج المدارة بحسب تقديرات المدير، التي تُعرف أيضاً باسم صناديق حماية الأصول في الخارج، النوع الرئيس من هياكل صناديق إدارة الممتلكات المستخدمة، حيث أنها يمكن أن توفر الخصوصية والأمان والمرونة. وهي عبارة عن هياكل معقدة وتتطلّب مشورة متخصصة في ما يتعلق بإنشائها وإدارتها المستمرة على السواء. وعادة ما يتم إنشاؤها في إحدى الدول التي تشكّل ملاذاً ضريبياً أو تفرض ضرائب منخفضة، مثل جزر البهاما وجبل طارق وليختنشتاين وجزيرة مان وجيرسي وغيرنزي. وتحذو حذو هذه المراكز التقليدية مراكز أخرى مثل البحرين ودبي، اللتين تهدفان إلى أن تصبحا في طليعة المراكز المالية الناجحة والمهمة والمؤثّرة في ميدان الاستثمار في الخارج في الشرق الأوسط.

وبصفة عامة يكون الأمين في صناديق الاستثمار في الخارج عبارة عن شركة أو صندوق استثماري.

وبينما تختلف الأسباب التي تدعو إلى إنشاء الصندوق الاستثماري في الخارج من حالة إلى أخرى، يوجد عدد من الأسباب الشائعة وراء استخدام تلك الصناديق:

- **الخصوصية** - قد لا يتم تسجيل صناديق إدارة الممتلكات في الخارج بصورة علنية، وبحسب النظام القضائي التي يتم تأسيسها في حدوده، قد تتاح للواهب إمكانية نقل الأصول إلى الشركة الاستثمارية من دون ذكر اسمه. وبهذا يمكن لهذا الشخص أن ينأى بنفسه عن الأصول لأغراض تخفيف الضرائب أو عدم الكشف عن هويته لأغراض الحماية الشخصية أو حماية الأعمال التجارية. وعلاوة على ذلك، يكون الصندوق عادة أكثر سرية من أحكام الوصية (التي تصبح في النهاية مسألة سجل عام)، وتعمل بعض الولايات القضائية على تشديد اللوائح لأغراض التعامل مع غسيل الأموال. على سبيل المثال، منذ عام ٢٠١٧، أصبح الأمناء والممثلون الشخصيون لأنواع معينة من الصناديق ملزمين - بموجب لوائح (وتعديلات) غسيل الأموال وتمويل الإرهاب في المملكة المتحدة لعام ٢٠١٩ - بالإبلاغ عن المعلومات إلى خدمة تسجيل الصندوق (TRS)، وهو سجل حكومي عبر الإنترنت. ينطبق هذا الشرط على جميع الصناديق في المملكة المتحدة، وكذلك تلك التي هي خارج المملكة المتحدة وتؤدي إلى فرض ضريبة المملكة المتحدة. وفي حين لم يكن السجل متاحًا للجمهور في البداية، إلا أنه منذ عام ٢٠٢٠ أُتيحَ جزئيًا للجمهور، مما أثار مخاوف بشأن تآكل الخصوصية لمئات الآلاف من الأمناء والمستفيدين. وهذا الأمر، إلى جانب المزايا الضريبية المخفضة على مدى العقود القليلة الماضية، يمكن أن يجعل الصندوق أداة أقل جاذبية لأغراض التخطيط المالي.

- **الحماية** - يمكن لصناديق الاستثمار في الخارج أن تحمي الأصول والثروات من تهديد الضرائب أو مخاطر التعرض للملاحقة القضائية.
- **الإرث** - في بعض البلدان، يحدِّد القانون الأشخاص الذين تذهب لهم تركة الميت بعد وفاته، ولذا يمكن استخدام صناديق الاستثمار في الخارج لضمان أن يتم نقل ملكية الثروة وفقاً لرغبات الواهب وليس وفقاً لقوانين الدولة التي يعيش فيها أو محل إقامته.
- **المرونة** - يمكن تصميم صناديق إدارة الممتلكات في الخارج لتلبية الاحتياجات الشخصية أو العائلية المحددة مثل حماية مستقبل أفراد محدَّدين في الأسرة ممَّن قد يكونون أقل قدرةً على إدارة شؤونهم بأنفسهم.
- **الكفاءة** - يمكن استخدام صناديق إدارة الممتلكات في الخارج لجمع إدارة الأصول المملوكة في أنحاء العالم المختلفة في مركز واحد.
- **اليقين القانوني** - يتم الاعتراف بصناديق إدارة الممتلكات في الخارج في الأنظمة القضائية كلها التي تعمل بموجب القانون العام، ويزداد الاعتراف بها في الأنظمة القضائية العاملة وفقاً للقانون المدني.
- **التخطيط الضريبي** - تُعتبر صناديق إدارة الممتلكات في الخارج أداة مهمة عندما يتعلق الأمر بالدخل الدولي وتحقيق الأرباح الرأسمالية والتخطيط للتخفيف من ضريبة الميراث، وطالما تم استيفاء شروط معينة فإنها ليست عرضة لدفع أي ضرائب في الدولة الذي تعمل فيها.
- **الأمان المالي** - يمكن أن تساعد صناديق إدارة الممتلكات في الخارج في حماية الأصول والثروات ضد حالات عدم اليقين السياسي والاقتصادي في وطن الواهب.

وقد ارتبطت المراكز المالية للاستثمار في الخارج تقليدياً بمعدلات الضريبة المنخفضة أو المتدنية إلى الحدود الدنيا وبمحاولات كلٍّ من الأفراد والشركات التقليل من الخصوم الضريبية بواسطة استغلال القوانين الضريبية. لكن الآونة الأخيرة شهدت تبدلًا في الرأي العام والمزاج السياسي مَّا إذا كان هذا الأمر مقبولًا أم لا، وكثَّفت حكومات كثيرة جهودَها الرامية لمكافحة التهرُّب الضريبي والتجنُّب الضريبي بجميع أشكالهما.

٣-٢-٥ المؤسسات في الخارج

تُعدّ المؤسسات شبيهةً بالصناديق، وقد نشأت في الأنظمة القضائيّة التي تتبنى القانون المدنيّ لكنَّها أصبحت الآن متاحة في بعض الأنظمة القضائيّة التي تتبنّى القانون العام بصفتها بديلاً عن الصناديق.

ومؤسَّسة إدارة الممتلكات في الخارج كيان على هيئة شركة ولها شخصية قانونيّة مستقلّة، لكنها- على نقيض الشَّركات- ليست مملوكة من قبل حملة أسهم، بل إنها تحتفظ بالأصول باسمها بالنيابة عن المستفيدين منها أو لأغراض معينة، وتعمل وفقاً لدستور يضمّ ميثاقاً ومجموعة من القواعد.

ومتى أنشئت المؤسسة في الخارج وسجِّلت رسمياً، فإنها تتصرّف عن طريقِ مجلسها الذي يحكم هذه المؤسَّسة بما يتماشى مع بنود دستورها. ويقوم أعضاء المجلس بدور لا يختلف كثيراً عن دور الأمناء في صناديق إدارة الممتلكات في الخارج.

وكما هي الحال مع صناديق إدارة الممتلكات، يمكن أن تكون لهذه المؤسّسات استخدامات عدّة لأغراض شخصيّة وخيريّة وتجارية، كما يمكن تسجيلها رسمياً في مجموعة متنوعة من الهياكل المحتمَلة المصمَّمة خصّيصاً لتُلبِّي احتياجات عميل معيّن.

استخدامات مؤسّسات إدارة الممتلكات في الخارج	
الخاصة	• قد تلقى المؤسَّسات على وجه الخصوص إقبالاً لدى العملاء لأنّها تُعَدُّ بديلاً بسيطاً لصناديق الاستثمار لا سيما في النظم القضائية التي يسري فيها القانون المدني، حيث لا يكون مفهوم الصندوق شائعاً جداً. • يمكن استخدامها لتحقيق الغايات نفسها التي تحقِّقُها صناديق الاستثمار الخاصّة، كما أنها مرنة إلى حدٍّ كبير من حيث مدّة استمرارها والطريقة التي تضمن لمؤسِّسها مشاركة مستمرة في الإدارة ومن حيث كميّة المعلومات التي يحقُّ للمستفيدين الاطّلاع عليها. • وكما هي الحال في صناديق إدارة الممتلكات- شريطة أن تكون جيدة الصياغة بما يناسب احتياجات العميل- قد تكون المؤسسات أداةً مناسبة أيضاً لحماية الأصول لأنَّها تفصل ملكيّة الأصول عن المؤسِّس. • يمكن استخدامها أيضاً على أنّها جزءٌ من هيكل أكبر لإدارة الثروات أو الأصول يضمّ شركات أو أصولاً متنوعة أو قد تُستخدم للاحتفاظ بالأصول ذات المخاطر المرتفعة أو الأقل توفيراً للدخل التي قد لا تكون ملائمة لإدراجها في صناديق الاستثمار كلها.
الخيريّة	• لمصطلح "مؤسّسة" دلالات إيجابيّة في أذهان المستثمرين من أصحاب الأعمال الخيرية. • ليس من الضروري أن تنحصر أغراضها في العمل الخيري فحسب، وبالتالي فإنها يمكن أن تتمتَّع بمرونةٍ أكبر من صناديق إدارة الممتلكات الخيرية التقليديّة.

٣-٢-٥ أدوات الاستثمار

يمكن إنشاء شركات الصناديق الخاصة واستخدامها من قبل العملاء الأثرياء كطريقة لإدارة الشركات العائلية الكبيرة التي قد يجدها الأمناء المحترفون صعبة. يمكن أيضاً استخدام مؤسسة صناديق الاستثمار الخاصة لتحقيق الغرض نفسه.

وفي هذا الترتيب، سيتم إنشاء طبقات إضافية في الهيكل وذلك بدلاً من أن تكون الشركة العائلية مملوكة لصندوق استثمار.

- سيحتفظ صندوق الاستثمار بالشركة العائلية كأصل له.
- يتم إنشاء شركة استثمار خاصة للعمل كأمين على استثمار العائلة.
- تعد شركة الاستثمار الخاصة شركة محدودة ويمكن اختيار مجلس إدارتها لضمان تعيين مستشارين مؤهلين بشكل مناسب يفهمون طبيعة العمل إلى جانب الواهب.
- في حين أنّ الواهب يمكن أن يمتلك الأسهم في شركة الاستثمار الخاصة مباشرةً، فمن غير المرغوب فيه أن يكون له أيّ صلة مباشرة بملكيتها، سواء من أجل الضرائب أو الإفصاح أو لأسباب أخرى متنوعة. بدلاً من ذلك، يتم إنشاء صندوق غير خيري يحتفظ بالأسهم في شركة استثمار خاصة كأصله الوحيد.

تُستخدم شركات ومؤسسات صناديق الاستثمار الخاصة من أجل امتلاك وإدارة أصول العائلات الثرية. ويتم تفضيلها لأنّها تمكّن مجلس الإدارة من أن يكون مؤهلاً بشكل مناسب ويتناول مخاوف أمناء الصندوق بشأن مسؤوليتهم المحتملة.

أسئلة نهاية الفصل

فكّرْ في إجابة عن كل سؤال من الأسئلة الآتية ثم عدْ إلى القسم المناسب للتحقّق من صحة إجابتك.

١. **ما الفرق الرئيس بين برنامج المستحقّات التقاعدية المحدّدة (DB) وبرنامج المساهمات التقاعدية المحدّدة (DC)؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٣-١

٢. **ما المعلومات المطلوبة من العميل لتكون قادراً على تقييم الإستراتيجية التي يجب أن يتبنّاها استعداداً للتقاعد؟**
مرجع الإجابة: القسم ١-٤

٣. **ما العوامل التي يجب أن تؤخذ في الاعتبار عند استعراض منتجات تأمين الحماية القائمة حالياً لدى العميل؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢-٣-١

٤. **ما أنواع الغطاء التأميني المتوفرة ضمن التأمين لأجل مسمّى؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢-٤-٣

٥. **ما الشروط والقيود النموذجية المرتبطة بمنتجات الحماية المالية ضد الحوادث والأمراض؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢-٥-٢

٦. **ما العوامل التي يجب أخذها في الاعتبار عند اختيار منتجات الحماية التأمينية؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢-٦

٧. **لماذا تُعَدّ الملاءة المالية ذات صلة عند اختيار مزوِّد المنتج؟**
مرجع الإجابة: القسم ٢-٧-١

٨. **بعد تقييم حجم أصول العميل، ما المجالات الثلاثة التي ينبغي مراعاتها بوصفها جزءاً من عملية تخطيط التركات؟**
مرجع الإجابة: القسم ٣-١-١

٩. **ما الدور الذي يمكن أن تقوم به بوليصة التأمين على الحياة في تخطيط التركة للعميل؟**
مرجع الإجابة: القسم ٣-١-٥

١٠. **ما الأسباب التي قد تدعو إلى استخدام صناديق إدارة الممتلكات في الخارج؟**
مرجع الإجابة: القسم ٣-٢-٤

دليل المصطلحات

يتضمن هذا المسرد شرحاً لمجموعة من المصطلحات المستخدمة في هذا الكتاب، بالإضافة إلى عدد من المصطلحات الأخرى التي قد تلزم للأغراض المرجعية.

الإدارة الفاعلة (النشطة) Active Management

أسلوب من أساليب إدارة الاستثمار تقوم على استغلال حالات الانحراف أو مفارقات التسعير في أسواق الأوراق المالية تلك التي يعتقد المدير أنها تعاني من سوء التسعير، وذلك باستخدام التحليل الأساسي أو الفني أو كليهما معاً لمساعدته في التنبؤ بالأحداث المستقبلية وتوقيت عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها.

مخاطر الإدارة النشطة Active Risk

المخاطر التي تنشأ من الاحتفاظ بالأوراق المالية في محفظة تدار بفاعلية وذلك بنسب مختلفة عن أوزانها في مؤشر مرجعي رئيس.

الطلب الكلّي Aggregate Demand

إجمالي الطلب على السلع والخدمات في اقتصاد ما.

ألفا Alpha

العائد من الورقة المالية أو المحفظة بما يزيد عن العائد الذي يحققه مؤشر مرجعي معدّل في ضوء المخاطر. وتُعرف أيضاً باسم ألفا جِنسن Jensen's Alpha.

الاستثمارات البديلة Alternative Investments

الاستثمارات التي تقع خارج نطاق فئات الأصول التقليدية من الأسهم والعقارات ومنتجات الفائدة الثابتة والنقد وأدوات سوق النقد. وتختلف المخاطر والعوائد المرتبطة بهذه الاستثمارات عن تلك المرتبطة بفئات الأصول التقليدية.

إهلاك الدين Amortisation

قيمة الإهلاك المطبَّقة في حسابات الشركة استناداً إلى الأصول غير الملموسة المرسملة.

المعدل المكافئ السنوي (AER)

انظر معدل الفائدة الفعلي.

اجتماعات الجمعية العمومية السنوية (AGM)

الاجتماع السنوي لأعضاء مجلس الإدارة وحملة الأسهم العادية في إحدى الشركات. تلتزم جميع الشركات بعقد جمعية عمومية سنوية حيث يتلقى المساهمون تقرير الشركة والبيانات المالية، وتتاح لهم الفرصة للتصويت على تعيين أعضاء مجلس إدارة الشركة ومدققي حساباتها وعلى دفع توزيعات أرباح الأسهم النهائية الموصى بها من قبل مجلس الإدارة.

بوليصة التأمين السنوية Annuity

استثمار يوفّر للمستثمر سلسلة من الدفعات الدورية المحددة مسبقاً على طول مدة زمنية محددة أو حتى وقوع حدث محدد مسبقاً، (كالوفاة على سبيل المثال).

المراجحة Arbitrage

عملية اشتقاق أرباح خالية من المخاطر عن طريق شراء الأصل وبيعه في وقت واحد في سوقين مرتبطين ببعضهما البعض حيث يوجد اختلاف في التسعير.

المتوسّط الحسابي Arithmetic Mean

مقياس من مقاييس النزعة المركزية يُحسَب عن طريق جمع قيم المشاهدات في توزيع البيانات وتقسيم هذا المجموع على عدد المشاهدات. والمتوسّط الحسابي يأخذ في الاعتبار كل قيمة في توزيع البيانات.

النظام الداخلي للشركة Articles of Association

الوثيقة القانونية التي تحدّد النظام الداخلي للشركة. ويحتوي النظام الداخلي للشركة على تفاصيل تتعلق بحقوق التصويت للمساهمين وقدرة الشركة على الاقتراض.

توزيع الأصول Asset Allocation

عملية استثمار الأصول في المحفظة الدولية بين المناطق الجغرافية وبين فئات الأصول المختلفة قبل البتّ في اختيار قطاع أو أصل معيَّن.

الترخيص Authorisation

الوضع المطلوب من الشركات التي ترغب في توفير خدمات مالية.

مدير الشركة المفوض Authorised Corporate Director

مدير صندوق في شركة استثمار مفتوحة (OEIC).

ميزان المدفوعات Balance of Payments

ملخص للمعاملات المالية كافة بين إحدى الدول وبقية دول العالم. ويمثّل الفارق بين واردات الدولة وصادراتها.

بنك إنجلترا (BoE)

البنك المركزي في المملكة المتحدة. يقوم بتنفيذ السياسة الاقتصادية (المقرّرة من قبل وزارة الخزانة (وزارة المالية البريطانية)) ويحدد أسعار الفائدة.

العملة الأساس Base Currency

هي العملة الأولى التي تظهر في زوج العملات عند تسعير العملتين في أسواق الصرف الأجنبي (الفوركس). على سبيل المثال، بالنسبة إلى سعر الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني USD/JPY، فإن العملة الأساس في هذا الزوج هي الدولار.

الأساس Basis

الفارق بين سعر العقود المستقبلية وسعر الأصل محل العقد.

سوق الدببة (سوق هابط) Bear Market

انخفاض في أحد أسواق الأوراق المالية. وتكون مدة استمرار التغير في السوق أقل أهمية.

أوراق مالية لحاملها Bearer Securities

الأوراق المالية التي يستدل على ملكيّتها بمجرد امتلاك شهادة ملكية. وبالتالي يمكن تمرير الملكية من يد إلى أخرى من دون أي إجراءات شكلية.

المستفيدون Beneficiaries

الملاك المستفيدون من الممتلكات في صندوق إدارة الممتلكات.

بيتا Beta

التغاير بين العوائد من الورقة المالية وعوائد السوق قياساً على تباين العوائد من السوق.

سعر الشراء/ سعر العرض Bid Price

السعر الذي يشتري به المتداولون الأسهم.

السندات Bonds

أوراق مالية بفائدة تخول حامليها بتلقي فائدة سنوية مع سداد الأصل عند الاستحقاق. وتصدر عادة عن كل من الشركات والحكومات.

إصدار الأسهم المجانية Bonus Issue

التوزيع المجاني للأسهم الجديدة العادية على حملة الأسهم العادية في الشركة بما يتناسب مع ملكيّاتهم القائمة من الأسهم عن طريق تحويل احتياطيات الشركة النقدية إلى أسهم، أو رسملتها. ومن خلال تخفيض القيمة السوقية لكل سهم من الأسهم الحالية للشركة بصورة تتناسب مع قيمة كل منها، يؤدي توزيع الأسهم المجانية إلى جعل الأسهم أكثر قابلية للتداول. وتُعرف هذه العملية أيضاً باسم رسملة الأرباح أو توزيع الأرباح على شكل أسهم مجانية.

الوسيط التاجر Broker Dealer

شركة عضو في البورصة يمكنها أن تتصرف بصفة مزدوجة على حدٍّ سواء أي بصفة وسيط يتصرّف بالنيابة عن العملاء وبصفة تاجر يتعامل في الأوراق المالية لحسابه الخاص.

سوق الثيران (سوق صاعد) Bull Market

ارتفاع في سوق الأوراق المالية. وتكون المدة التي يستمر فيها التغير في السوق غير مهم.

خيار الشراء Call Option

الخيار الذي يمنح لحامله الحق في شراء كمية محددة من أحد الأصول بسعر محدد مسبقاً في موعد محدد مسبقاً أو قبل ذلك الموعد أحياناً.

ضريبة الأرباح الرأسمالية Capital Gains Tax

الضرائب التي يدفعها الأفراد على الربح المحقق عند التخلص من بعض الأصول التي يجري الاحتفاظ بها خارج باقة مُعفاة من الضرائب.

البنك المركزي Central Bank

تلك المؤسسات العامة التي تعمل في قلب النظام المالي لأيِّ دولة. تتحمل البنوك المركزية عادةً المسؤولية عن تحديد معدل الفائدة القصير الأجل في بلد أو منطقة معينة، حيث تتحكّم بالعرض النقدي وتتصرف بصفة مصرفيٍّ ومقرضٍ للنظام المصرفي في حالات الضرورة القصوى كما تدير الدين العام. ويتزايد عدد المصارف المركزية التي تنفِّذ سياساتها بصورة مستقلة عن سلطة الحكومة.

معتَمَد Certificated

ملكية مثبَتة بواسطة شهادة.

شهادات الإيداع (CDs)

شهادات صادرة عن مصرف كدليل على أن صاحب الشهادة قد أودع أرصدة بفائدة لدى البنك. ويتم تداول شهادات الإيداع في السوق المالية.

مصرف صغير منافس Challenger Bank

وهو مصرف للأفراد صغير نسبيّاً أُنشئ بهدف التنافس للحصول على الأعمال مع المصارف الوطنية الكبيرة والعريقة.

السعر النظيف (الصافي) Clean Price

السعر المعلن للسندات المضمونة الصادرة عن الحكومة البريطانية. وهذا السعر لا يشمل الفوائد المتراكمة أو الفوائد التي سيجري خصمها، حسب الاقتضاء.

الصناديق المغلقة Closed-Ended

منظمات مثل الشركات التي تكون ثابتة الحجم من حيث رأس المال المساهم الخاص بالشركة. ويُستخدم هذا المصطلح عادة للتمييز بين صناديق الاستثمار (المغلقة) وصناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة وشركات الاستثمار المفتوحة.

إغلاق المركز Closing Out

عملية إنهاء معاملة مالية مفتوحة في عقد من العقود الآجلة عن طريق الدخول في معاملة أخرى مساوية وبالاتجاه المعاكس للصفقة الأصلية.

الورقة التجارية Commercial Paper

أوراق مالية لحاملها غير مضمونة تصدر بخصم على قيمتها الاسمية من قبل الشركات العامة المحدودة (plcs) التي تكون أسهمها مدرجة بالكامل في البورصة. ولا تستحق على الأوراق التجارية أي فوائد لكن يتم سدادها بالقيمة الاسمية.

العمولة Commission

الرسوم التي يتقاضاها الوكيل أو الوسيط.

السلع الأساسية Commodity

السلع كالسكر والقمح والنفط والنحاس. يتم تداول مشتقات السلع في أسواق الأوراق المالية (مثل العقود المستقبلية على النفط في بورصة إنتركونيننتال للعقود المستقبلية في أوروبا).

السلع المكمّلة Complementary

تصبح السلعة مكمّلة لأخرى إذا أدّى ارتفاع سعر إحداهما إلى انخفاض في الطلب على السلعة الأخرى. وعادةً ما يتم شراء السلع المكمّلة بالتزامن مع بعضها البعض.

مؤشّر أسعار المستهلك (CPI)

وهو مقياس للتغيّرات في مستوى أسعار سلّة من السلع والخدمات الموفّرة إلى الأُسَر.

العقد Contract

وحدة قياسية للتداول في المشتقات المالية.

السندات القابلة للتحويل Convertible Bonds

سندات تخوّل لحاملها الحق في تحويلها إما إلى سندات أخرى صادرة عن الجهة المصدرة، أو- إذا كانت صادرة عن شركة- إلى حقوق ملكية في الشركة، وذلك وفقاً لشروط محددة مسبقاً في الحالتين.

أسهم أفضلية قابلة للتحويل Convertible Preference Shares

أسهم ممتازة تصدر بحيث تمنح حاملها الحق في تحويلها إلى أسهم الشركة المصدرة وفقاً لشروط محددة مسبقاً.

حوكمة الشركات Corporate Governance

تشير إلى الطريقة التي يتم بها إدارة الشركات والغرض منها، وتحديد من لديه السلطة والمساءلة ومن يتخذ القرارات. إنّها ، في الجوهر، مجموعة أدوات تمكّن الإدارة ومجلس الإدارة من التعامل بشكل أكثر فاعلية مع تحدّيات إدارة الشركة. كما أنّها تضمن وجود عمليات وضوابط مناسبة لصنع القرار بحيث تكون مصالح جميع أصحاب المصلحة (المساهمين والموظفين والموردين والعملاء والمجتمع) متوازنة.

الارتباط Correlation

درجة التحرك المشترك بين متغيرين وتُحدّد بواسطة تحليل الانحدار وتقاس بواسطة معامل الارتباط. والارتباط لا يثبت وجود علاقة سببية أو، في الواقع، علاقة ثابتة بين متغيرين، فقد يكون الارتباط محض مصادفة.

قسيمة السند (سعر الفائدة) Coupon

سعر الفائدة المحدد سلفاً الذي ينطبق على السند طوال فترة أجله، ويُكتب في صيغة نسبة مئوية من القيمة الاسمية (أو القيمة الأصلية أو الصورية). وعادةً ما يكون الكوبون بمثابة سعر ثابت للفائدة.

التغاير Covariance

معامل الارتباط بين متغيرين مضروباً في بالانحراف المعياري الفردي لكل منهما.

إنشاء الائتمان Credit Creation

التوسع في القروض، ما يزيد من عرض النقود.

مرونة الطلب التقاطعية (XED)

تأثير تغيير نسبة مئوية صغيرة في سعر السلعة المكمِّلة أو البديلة على السلعة المكملة أو البديلة.

التّسليم مقابل الدفع (DvP)

عمليّة تسوية تُستَخدَم لتسوية الصفقات في الأسواق المالية حيث تُتبادَل الأسهم والنقود في آنٍ معاً وبصورة لا يمكن العدول عنها لتسوية الصفقة.

منحنى الطلب Demand Curve

تصوير للكمية التي سيشتريها المستهلكون من سلعة أو خدمة معينة بسعر معين. إنّ منحنى الطلب، الذي يرسم استناداً إلى العلاقة بين السعر (على المحور الرأسي) والكمّية (على المحور الأفقي)، ينحدر للأسفل من اليسار إلى اليمين.

نظام السجلات الالكترونية Dematerialised Form

نظام يجري فيه امتلاك الأوراق المالية إلكترونياً من دون شهادات.

تحويل الشركة إلى ملكية عامة Demutualisation

العمليّة التي تَتحوَّل بموجبها الشركات الماليّة ذات الملكيّة المشتركة إلى شركات ذات ملكية عامة عن طريق إدراجها في سوق الأوراق المالية.

رسم الإهلاك Depreciation charge

الرسوم التي تطبق في حسابات الشركة استناداً إلى الأصول الملموسة الثابتة بحيث تعكس استخدام هذه الأصول في الفترة المحاسبية.

المشتق المالي Derivative

أداة مالية تعتمد قيمتها على سعر الأصل محل العقد. يمكن أن تنشأ المشتقات بالاستناد إلى الأصول المالية والسلعية على السواء.

السعر غير النظيف Dirty Price

سعر السند شاملاً أي فائدة مستحقة منذ إصدار الدفعة الأخيرة من دفعات الفائدة. ويمكن مقارنته بالسعر النظيف أي سعر السند باستثناء الفائدة المتراكمة.

الخصم Discount

الفارق بين سعر الصرف الفوري وسعر الصرف الآجل الذي ينشأ عندما تكون أسعار الفائدة بالعملة المسعَّرة أعلى من أسعار الفائدة بالعملة الأساس.

سعر الخصم Discount Rate

سعر الفائدة المستخدم لتحديد القيمة الحالية للأموال المستلمة في المستقبل.

التنويع الاستثماري Diversification

إستراتيجية من إستراتيجيات الاستثمار تقوم على توزيع المخاطر عن طريق الاستثمار في مجموعة متنوعة من الاستثمارات.

توزيعات أرباح الأسهم Dividend

توزيع نسبة من أرباح الشركة القابلة للتوزيع على حملة الأسهم.

عائد توزيعات أرباح الأسهم Dividend Yield

إجمالي توزيعات أرباح الأسهم المدفوعة على مدار العام على شكل نسبة مئوية من سعر السهم الحالي.

مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA)

المؤشر الرئيس للأسهم في الولايات المتحدة، ويعتمد على أسعار أسهم ٣٠ شركة من الشركات الأمريكية الرائدة.

التسعير الثنائي Dual Pricing

نظام يقوم فيه مدير صندوق الوحدات الاستثمارية المفتوحة بتحديد سعرين لمعاملات المستثمرين أحدهما للبيع والآخر للشراء.

مدة الاسترداد Duration

متوسط الوقت المرجّح، محسوباً بالسنوات، اللازم لتلقي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للسند. وتُعرف أيضاً باسم مدة الاسترداد بطريقة ماكولي Macaulay Duration.

الدورة الاقتصادية Economic Cycle

المسار الذي يأخذه الاقتصاد بصورة تقليدية عندما يتقلب النمو الاقتصادي بمرور الوقت. وتُعرف أيضاً باسم دورة الأعمال.

النمو الاقتصادي Economic Growth

نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) أو الناتج القومي الإجمالي (GNP) بالقيمة الحقيقية، وعادةً على مدار سنة تقويمية واحدة. وغالباً ما يُستخدم بوصفه مقياساً لقوة الاقتصاد وتعافيه.

وفورات الحجم Economies of Scale

الانخفاض الناتج في تكاليف الوحدة في الشركة مع زيادة القدرة الإنتاجية للشركة ومخرجاتها. ويتم تعظيم وفورات الحجم وتقليص تكاليف إنتاج الوحدة إلى الحد الأدنى عند النقطة التي تُعرف باسم الحد الأدنى لمستوى الكفاءة الإنتاجية (Minimum Efficient Scale MES) على منحنى متوسط التكلفة الكليّة للشركة على المدى الطويل. وبعد هذه النقطة، تنشأ عدم وفورات الحجم.

معدل الفائدة الفعلي Effective Rate

المعدل السنوي المركب للفائدة المطبقة على الودائع النقدية. ويُعرَف أيضاً باسم المعدل المكافئ السنوي (AER).

الحدّ الكفء Efficient Frontier

منحنى محدّب يُستخدم في نظرية المحفظة المالية الحديثة ليمثّل تلك المحافظ الكفؤة التي تقدم أقصى عائد متوقع لأي مستوى معيّن من المخاطر.

فرضية كفاءة السوق (EMH)

الافتراض القائل إنَّ المعلومات المتوافرة للعلن عن ورقة مالية أو سوق معينة ينبغي أن تنعكس كلّها على الفور في سعر هذه الورقة أو السوق. ونتيجة قيام مدراء المحافظ النشطة وخبراء الاستثمار الآخرين بإجراء أبحاث شاملة عن تلك الأوراق المالية المتداولة في أسواق الدول المتقدمة، تقول فرضية كفاءة السوق إن أسعار الأسهم تتحرك عشوائياً وعلى نحو مستقل عن الاتجاهات السائدة السابقة، وذلك استجابة للمعلومات المستجدة، التي يتم نشرها والإعلان عنها بصورة عشوائية.

التوازن Equilibrium

حالة تصف سوقاً في حالة توازن كامل، حيث يتساوى الطلب مع العرض.

حقوق الملكية أو الأسهم Equity

الحقوق التي تمنح صاحبها حصة مباشرة في ثروات شركة من الشركات. وتعرف أيضاً باسم رأس مال الشركة من الأسهم العادية.

ضريبة التركة Estate Tax

ضريبة على قيمة تركة الشخص عند وفاته؛ مثل ضريبة الميراث (IHT).

البورصة Exchange

السوق حيث يجري تداول الاستثمارات.

سعر الصرف Exchange Rate

سعر تصريف عملة مقابل أخرى.

تداول السهم بدون توزيعات أرباحه Ex-Dividend

المدة الزمنية حين تكون عملية شراء الأسهم أو السندات (التي قد تمّ الإعلان عن توزيعات أرباحها أو دفعة سداد القسيمة المرتبطة بها) لا تخوِّل حاملها الجديد بالحصول على هذه الدفعة القادمة من توزيعات أرباح الأسهم أو دفعة الفائدة.

سعر التنفيذ Exercise Price

السعر الذي يحقّ عنده لحامل عقد الخيار أن يمارس الحق الممنوح له ضد محرِّر الخيار.

القيمة العادلة Fair Value

السعر النظري لعقد من العقود المستقبلية.

العملة الرسمية (الإلزامية) Fiat Currency

عملة ليست لها قيمة جوهريّة بحد ذاتها، بل يبرز الطلب عليها لما يمكن شراؤه في مقابلها.

الجريمة المالية Financial Crime

الجرائم المرتكبة تجاه الممتلكات، وتحدث حين يستولي شخصٌ ما على الأموال أو الممتلكات أو يستخدمها بطرق غير مشروعة بغرض الحصول على ربحٍ منها.

الرفع المالي Financial Gearing

نسبة الدين إلى حقوق الملكية التي تستخدمها شركة داخل هيكل رأس مالها.

السياسة المالية Fiscal Policy

استخدام الإنفاق الحكومي والضرائب وسياسات الاقتراض إما لزيادة الطلب المحلي في الاقتصاد أو كبح جماحه، وذلك للحفاظ على استقرار الأسعار والتوظيف الكامل لعناصر الإنتاج. وتُعرف أيضاً باسم سياسة إرساء الاستقرار.

الورقة المالية ذات الفائدة الثابتة Fixed Interest Security

صكّ دين قابل للتداول وقابل للتفاوض صادر عن جهة مقترضة لأجل محدَّد، تدفع الجهة المقترضة في أثنائه أثناءه سعر فائدة ثابت ومحدد سلفاً استناداً إلى قيمة اسمية وبصورة دورية لحامل الورقة المالية حتى يحين موعد استردادها وإعادة سداد المبلغ الأصلي. لكن بعض صكوك الدين (مثل السندات الصفرية والسندات التي تصدر بخصم) لا تحقّق دخلاً منتظماً، بل تصدر بخصم يعادل القيمة الاسمية النهائية.

العائد الثابت Flat Yield

راجع العائد الجاري.

السندات بسعر فائدة متغيّر Floating Rate Notes

سندات دين صادرة بقسيمة (فائدة)، حيث تعدَّل القسيمة دورياً استناداً إلى التغيّرات في سعر فائدة مرجعي.

الفوركس (FX)

اختصار لسوق الصرف الأجنبي.

العقد الآجل Forward

عقد من عقود المشتقات ينشئ التزاماً ملزماً قانونياً بين طرفين يلتزم بموجبه أحدهما بشراء كمية محددة سلفاً من أحد الأصول بسعر محدد مسبقاً في تاريخ مستقبلي محدد مسبقاً ويلتزم الآخر ببيع هذا الأصل. ولما كان التفاوض على العقود الآجلة يتم بصورة فردية، فإنها لا تتداول في بورصات المشتقات.

سعر الصرف الآجل Forward Exchange Rate

سعر صرف يتم تعيينه اليوم، ويثبَّت في عقد آجل، على أن يتم تطبيقه على معاملة الصرف الأجنبي في نقطة زمنية محددة سلفاً في المستقبل.

السعر الآجل Forward Rate

سعر الفائدة السنوي المركّب الضمني الذي يربط السعر الفوري بسعر فوري آخر على افتراض عدم وجود مدفوعات فوائد على طول مدة الاستثمار.

التوزيع التكراري Frequency Distribution

يتم تقديم البيانات إما في شكل جداول أو في أشكال بيانية، مرتَّبة بترتيب تصاعدي أو تنازلي، حيث يعيَّن تكرار الحدث الملاحظ إما بالاستناد إلى القيم الفردية أو إلى مجموعات القيم ضمن التوزيع.

فوتسي ١٠٠ FTSE100

مؤشر الأسهم الرئيس في المملكة المتحدة الذي يضم مئة من أسهم الشركات الرائدة.

مدير الصندوق Fund Manager

شركة أو شخص يستثمر الأموال نيابةً عن العملاء.

صندوق الصناديق (الصندوق القابض) Fund of Funds

صندوق متعددّ المديرين وله مدير رئيس واحد يستثمر في محفظة مكوّنة من صناديق الاستثمار الأخرى القائمة. ويسعى إلى تسخير أفضل المواهب المتاحة لمدير الاستثمار في محفظة متنوعة.

التحليل الأساسي Fundamental Analysis

الحسابات المتعلقة بالعوائد والنسب والتدفقات النقدية المخصومة (DCFs) ومحاولة تفسيرها سعياً إلى تحديد القيمة الجوهرية للورقة المالية أو التقييم الصحيح للسوق الأوسع. ويفقد استخدام التحليل الأساسي قيمته في الصيغة شبه القوية من فرضية كفاءة السوق (EMH).

العقد المستقبلي Future

عقد من عقود المشتقات المالية ينشئ التزاماً قانونياً ملزماً بين طرفين يلتزم بموجبه أحدهما بشراء كمية محددة سلفاً من أحد الأصول بتاريخ مستقبلي محدد مسبقاً بالسعر المتفق عليه في الوقت الحاضر ويلتزم الآخر بالبيع. وتختلف العقود المستقبلية عن العقود الآجلة من حيث أنّ مواصفات العقود المستقبلية منمَّطة (معدّة وفق صيغة موحدة) وبذلك يمكن تداولها في بورصات المشتقات.

القيمة المستقبلية Future Value

القيمة المتراكمة لمبلغ من المال المستثمر في الوقت الحاضر بمعدل فائدة معروف طوال مدة زمنية محددة.

المتوسّط الهندسي Geometric Mean

مقياس من مقاييس النزعة المركزية يُحسَب عن طريق احتساب الجذر النوني لناتج ضرب عدد n من القيم.

المتتاليات الهندسية Geometric Progression

ناتج (مضاعفة) عدد n من القيم.

الناتج المحلي الإجمالي (GDP)

مقياس لمستوى النشاط في الاقتصاد. وبتعبير أدقّ، الناتج المحلي الإجمالي هو القيمة السوقية الإجمالية لمجموع السلع والخدمات النهائية المنتجة محلياً في النظام الاقتصادي، وذلك على مدار سنة تقويمية واحدة عادة.

الناتج القومي الإجمالي (GNP)

الناتج المحلي الإجمالي معدَّلاً في ضوء الدخل الذي يحصل عليه المقيمون من الاستثمارات الخارجية والدخل المكتسب في الدولة من قبل المستثمرين الأجانب.

إجمالي العائد عند الاستحقاق (GRY)

العائد المركّب السنوي الناتج عن الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق، مع مراعاة كلٍّ من مدفوعات الفائدة وأي أرباح أو خسائر رأسمالية عند الاستحقاق. ويُعرف أيضاً باسم العائد حتى الاستحقاق (YTM).

التحوّط Hedging

تقنية تُستخدم للحدّ من أثر تحرّكات السعر السلبية على ملكيّة المستثمر من الأصول المالية، وذلك باستخدام المشتقات المالية عادةً.

حامل الخيار (صاحب الخيار) Holder

المستثمر الذي يشتري خيار البيع أو خيار الشراء.

التحصين Immunisation

تقنيات إدارة السندات السلبية التي تشمل المطابقة النقدية والتحصين على أساس مدة الاسترداد.

مرونة الطلب الدخلية (YED)

تأثير تغيّر بنسبة صغيرة في الدخل على كمية السلع المطلوبة.

المستشار المالي المستقل (IFA)

لا يتقيَّد المستشار المالي المستقل بمنتجات أي مزوِّد معيَّن ومن واجبه الالتزام بتقديم أفضل نصيحة ممكنة للعملاء. يجب على المستشار المالي المستقل أن يحدِّد احتياجات التخطيط المالي لدى عملائه من خلال تقصي الحقائق الشخصية وأن يسدّ هذه الاحتياجات بأنسب المنتجات المعروضة في السوق. وإذا لم يكن المستشار المالي مستقلاً، يتم تصنيفه على أنه "مقيَّد".

المؤشر Index

عدد واحد يلخِّص الحركة الجماعية لمتغيرات محدَّدة في نقطة زمنية معينة في ما يتعلق بمتوسط قيمة هذه المتغيرات في تاريخ أساس أو لمتغير واحد في ما يتعلق بقيمته في التاريخ الأساس.

التضخم Inflation

معدل التغير في المستوى العام للأسعار أو تآكل القوة الشرائية للنقود.

الاكتتاب العام الأوّلي (IPO)

انظر إصدار الأسهم الجديدة.

التداول بناءً على المعلومات الداخلية Insider Dealing

جريمة جنائية يرتكبها أشخاص لديهم معلومات حسّاسة تؤثِّر على السعر وغير منشورة علناً حين يقومون بالتداول أو تقديم المشورة للآخرين للتداول أو يمرِّرون لهم هذه المعلومات.

الدمج Integration

المرحلة الثالثة من عملية غسل الأموال، حين تصبح الأموال الناتجة عن الأنشطة الإجرامية أو الإرهابية جزءاً من النظام المالي المشروع وتغدو "نظيفةً". وبذلك يصبح من الصعب جداً معرفة إذا كانت مصادر هذه الأموال مشروعة أم لا.

معدل العائد الداخلي Internal Rate of Return

سعر الخصم الذي- عند تطبيقه على سلسلة من التدفقات النقدية- يُنتِج صافي قيمة حالية (Net Asset Value NPV) تساوي الصفر. ويُعرف أيضاً باسم عائد التدفق النقدي المخصوم (Discounted Cash Flow DCF).

خيار مربح In-the-Money

خيار شراء حيث يكون سعر الممارسة أو التنفيذ أقل من سعر السوق الحالي (أو عقد خيار بيع حيث يكون سعر التنفيذ أعلى من سعر السوق الحالي).

البنك الاستثماري Investment Bank

شركة تتخصّص في جمع الديون وحقوق الملكية للشركات.

شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير (ICVC)

مصطلح بديل لشركة الاستثمار المفتوحة (OEIC).

صندوق الاستثمارات المغلق Investment Trust

شركة، وليست صندوقاً، تستثمر في مجموعة متنوعة من الاستثمارات.

التمويه Layering

المرحلة الثانية في عملية غسل الأموال، حيث تُجرى عمليات مالية متعددة ومعقدة لإخفاء مصدر الأموال غير المشروعة وإنشاء سجل تدقيق معقّد.

السيولة Liquidity

درجة السهولة التي يمكن بها تداول الورقة المالية في السوق أو تحويلها إلى نقد. ويتم تحديد السيولة عن طريق حجم تداول الورقة بالاتجاهين بيعاً وشراءً. وتصف السيولة أيضاً حجم الموارد المالية المتوافرة لدى المستثمر في صيغة نقد.

مخاطر التسييل Liquidity Risk

المخاطر الناتجة عن صعوبة بيع الأسهم بسعر معقول.

الإدراج Listing

حين يجري إدراج الأوراق المالية للشركات في سوق الأسهم وتصبح متاحة للتداول.

سوق لندن للأوراق المالية (LSE)

سوق المملكة المتحدة لإدراج الأوراق المالية المحلية والدولية وتداولها.

الشراء على المكشوف Long Position

مصطلح يُطلق على مشتري العقد المستقبلي.

علم الاقتصاد الكلي Macroeconomics

العلم الذي يتناول بالدراسة كيف أنَّ مجموع القرارات التي تتّخذ في الأسواق الفردية يحدِّد متغيّرات من قبيل الدخل القومي والعمالة والتضخّم. كما يعنى علم الاقتصاد الكلي أيضاً بشرح العلاقة بين هذه المتغيرات ومعدلات تغيرها على مر الزمن وتأثير السياسة النقدية والمالية على المستوى العام للنشاط الاقتصادي.

الصندوق مدير المدراء Manager of Managers Fund

صندوق متعدد المدراء. ولا يستثمر في برامج الاستثمار المشترك الأخرى التي تقدِّم الخدمات للمستثمرين الأفراد، بل إنه بدلاً من ذلك يقوم باختيار عدد من مدراء الصناديق بعناية ثم يرتّب لهم صلاحيات منفصلة لإدارة استثمارات الصندوق.

التكلفة الحدّية Marginal Cost

التغير في التكلفة الإجمالية للشركة نتيجة إنتاج وحدة إضافية واحدة من المخرجات.

الإيرادات الحدّية Marginal Revenue

التغير في إجمالي الإيرادات التي تحقّقها الشركة نتيجة بيع وحدة إضافية واحدة من المخرجات.

رسملة السوق (القيمة السوقية) Market Capitalisation

القيمة السوقية الإجمالية لأسهم الشركة أو غيرها من الأوراق المالية قيد الإصدار. يتم احتساب القيمة السوقية عن طريق ضرب عدد الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى التي لدى الشركة قيد الإصدار بسعر السوق لتلك الأسهم أو الأوراق المالية.

صانع السوق Market Maker

شركة عضو في سوق الأوراق المالية تقوم بتحديد الأسعار وتداول الأسهم في المدة الإلزامية لتحديد الأسعار.

التوقيت الأمثل للاستثمار Market Timing

راجع الإدارة النشطة.

الاستحقاق Maturity

تاريخ سداد أصل السند.

تحليل متوسط التباين Mean-Variance Analysis

استخدام عوائد الاستثمارات الماضية للتنبؤ بالعائد المستقبلي الأكثر احتمالاً للاستثمار ولتحديد حجم المخاطر المرتبطة بهذا العائد المتوقع. ويمثِّل تحليل متوسط التباين الأساس الذي بنيت عليه نظرية المحفظة الحديثة (Modern Portfolio Theory MPT).

الوسيط Median

مقياس من مقاييس النزعة المركزية يمثِّل القيمة في المنتصف ضمن توزيع مرتب يحتوي على عدد فردي من القيم أو المتوسّط الحسابي للقيمتين المتوسطتين في توزيع مرتب يحتوي على عدد زوجي من القيم.

الشركة العضو Member Firm

الشركة العضو في سوق الأوراق المالية أو شركة المقاصة.

عقد التأسيس Memorandum of Association

الوثيقة القانونية التي تحدد أساساً صلاحيّات الشركة، أو أهدافها، وعلاقتها بالعالم الخارجي. ويحتوي عقد التأسسي أيضاً تفاصيل عن عدد الأسهم المصرّح للشركة بإصدارها وتلك التي تم إصدارها بالإضافة إلى القيمة الاسمية للأسهم.

علم الاقتصاد الجزئي Microeconomics

يهتم علم الاقتصاد الجزئي في الأساس بتحليل توزيع الموارد الشحيحة داخل النظام الاقتصادي. وهذا معناه أن الاقتصاد الجزئي يعنى بدراسة القرارات التي يتّخذها الأفراد والشركات في أسواق معينة، وكيف يمكن لهذه التفاعلات تحديد الأسعار النسبية لعوامل الإنتاج والسلع والخدمات المطلوبة والمعروضة وكميّاتها.

الحدّ الأدنى لمستوى الكفاءة الإنتاجية (MES)

مستوى الإنتاج الذي تستطيع الشركة عنده تقليل تكاليف الإنتاج على المدى الطويل إلى الحدّ الأدنى وتعظيم وفورات الحجم.

المنوال Mode

مقياس من مقاييس النزعة المركزية يتحدَّد بالقيمة أو القيم الأكثر تكراراً في توزيع البيانات.

نظريّة المحفظة الحديثة (MPT)

الافتراض القائل إنَّ المستثمرين لن يختاروا سوى الاحتفاظ بتلك المحافظ الاستثمارية المنوَّعة، أو ذات الكفاءة، التي تقع على "الحدّ الكفء". وفقاً لهذه النظرية، من الممكن بناء "حد كفء" للمحافظ ذات الكفاءة المثلى التي تحقِّق أقصى قدر ممكن من العائد المتوقّع عند مستوى معين من المخاطرة.

أنصار المدرسة النقدية Monetarists

علماء الاقتصاد الذين يعتقدون بأن الأسواق قادرة على التصحيح الذاتي، وأن مستوى النشاط الاقتصادي يمكن أن ينظَّم عن طريق التحكم في العرض النقدي، وأن السياسة المالية أداة غير فاعلة بل وربما ضارة بوصفها من أدوات سياسات الاقتصاد الكلي. ويُعرف هؤلاء أيضاً باسم الاقتصاديين الكلاسيكيين الجدد.

السياسة النقدية Monetary Policy

تحديد أسعار الفائدة القصيرة الأجل بواسطة البنك المركزي من أجل إدارة الطلب المحلي وتحقيق استقرار الأسعار في الاقتصاد. وتُعرف السياسة النقدية أيضاً باسم سياسة إرساء الاستقرار.

النَّقد أو المال Money

أي شيء أو سجل يلقى القبول بصورة عامة بوصفه ثمناً للبضائع والخدمات وسداد الديون في أي اقتصاد أو دولة معيّنة.

غسل الأموال Money Laundering

عمليّة تحويل المال غير النظيف (المال الناتج عن أنشطة إجراميّة) إلى مالٍ يبدو في ظاهره أنّه مكتسب من مصادر مشروعة.

معدّل العائد المرجَّح بالنقد (MWRR)

معدل العائد الداخلي (IRR) الذي يساوي قيمة المحفظة في بداية مدة الاستثمار مضافاً إليه صافي رأس المال الجديد المستثمر في مدة الاستثمار مع قيمة المحفظة في نهاية هذه المدة. ولذلك فإن معدّل العائد الداخلي المرجّح بالنقد يقيس نمو الصندوق الناتج عن أداء المحفظة المدارة إلى جانب حجم التدفقات النقدية من الصندوق وإليه وتوقيتها في غضون هذه المدة على السواء.

المضاعف Multiplier

العامل الذي يتغيّر بواسطته الدخل القومي نتيجة للتغير في وحدة واحدة من الطلب الكلي.

ناسداك Nasdaq

ثاني أكبر بورصة في الولايات المتحدة. في نظام تحديد الأسعار الآلي التابع للمؤسسة القومية لوسطاء الأوراق المالية (ناسداك) يُدرج عدد معيَّن من الأسهم الأمريكية والدولية ويوفر النظام سوقاً ثانويةً محكومة بالتسعير تعمل على أساس الشاشات الإلكترونية، وهذه السوق تربط بين المشترين والبائعين في أنحاء العالم.

الدين العام National Debt

إجمالي الاقتراض الحكومي الذي لم يستحق دفعه بعد الناجم عن تمويل العُجوزات المتعاقبة في الموازنة، وذلك عن طريق إصدار الأوراق المالية المضمونة من الحكومة في المقام الأول.

الورقة المالية القابلة للتفاوض Negotiable Security

الورقة المالية التي يمكن أن يتم تمرير ملكيتها بحرية من طرف لآخر. وهكذا فإنّ الأوراق المالية القابلة للتفاوض تكون قابلة للتداول.

الإصدار الجديد New Issue

إصدار جديد للأسهم العادية سواء تمت عن طريق عرض بيع أو عرض للاكتتاب أو إصدار خاص. ويُعرف أيضاً باسم الاكتتاب العام الأولي (IPO).

القيمة الاسمية Nominal Value

القيمة الصورية أو الأصلية للورقة المالية. والقيمة الاسمية تمثِّل السعر الذي يصدر عنده السند وعادة ما يستحق عنده أيضاً وهي الحدّ الأدنى للسعر الذي يمكن أن تصدر عنده الأسهم العادية للشركة إذ لا يمكن إصدارها بسعر أدنى منه.

التوزيع التكراري الطبيعي Normal Frequency Distribution

التوزيع التكراري الذي يتم فيه توزيع القيم بصورة متساوية، أو متناظرة، حول المتوسّط الحسابي. وعند رسمه بيانياً، يظهر التوزيع الطبيعي في صورة منحنى على شكل جرس متناظر ومستمر.

الربح العادي Normal Profit

معدل العائد المطلوب لتحافظ الشركة على نشاطها التجاري، مع مراعاة تكاليف التخلّي عن الخيارات البديلة جميعاً.

سعر البيع/ سعر الطلب Offer Price

السعر الذي يبيع به المتداولون الأسهم.

الدخول في التجارة Open

الدخول في صفقة، مثل الدخول في عملية شراء أو بيع عقد مستقبلي. وعادةً ما يكون عكس ذلك إغلاق التجارة والخروج منها.

الاقتصاد المفتوح Open Economy

دولة لا تضع قيوداً على التجارة مع الدول الأخرى.

الاستثمار المفتوح Open-Ended

نوع من الاستثمار مثل صناديق الاستثمار المفتوحة أو صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة التي يمكن أن تتوسّع بلا حدود. إنّه نقيض "الاستثمار المغلق".

شركة الاستثمار المفتوحة (OEIC)

أداة استثمار مشترك تماثل صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة. وقد توصف بدلاً من ذلك على أنها شركات استثمار ذات رأس مال متغير (ICVC). وتُعرف في أوروبا باسم صناديق سيكاف (SICAV).

الدخول في التجارة Opening

إجراء صفقة تنشأ نتيجة لها عملية بيع أو شراء على المكشوف.

تكلفة التخلّي عن الخيار البديل Opportunity Cost

تكلفة التخلي عن الاختيار البديل الأفضل الثاني. وفي علم الاقتصاد، تُعرَّف التكاليف ليس بصفتها تكاليف مالية بل تكاليف الفرصة البديلة.

الخيار Option

عقد مشتقات يحصل بموجبه أحد طرفي العقد (صاحب الخيار) من الطرف الآخر (محرِّر الخيار) على الحق وليس الالتزام إما بشراء (خيار الشراء) أو بيع (خيار البيع) أحد الأصول بسعر محدد مسبقاً بتاريخ محدد مسبقاً، وأحياناً قبله، مقابل دفع علاوة (ثمن الخيار).

الأسهم العادية Ordinary Shares

راجع حقوق الملكية.

خيار خاسر Out-of-the-Money

عقد خيار شراء حيث يكون سعر الممارسة أو التنفيذ أغلى من سعر السوق، أو خيار بيع حيث يكون سعر التنفيذ أقل من سعر السوق.

القيمة الأصلية Par Value

راجع القيمة الاسمية.

الإدارة السلبية Passive Management

مقاربة لإدارة الاستثمار تُستخدم في أسواق الأوراق المالية التي يعتقد المدير أنها ذات كفاءة في السعر. ويمتد هذا المصطلح أيضاً ليشمل تقنيات إدارة السندات السلبية التي تُعرَف مجتمعةً باسم التحصين.

الإقراض بين النظراء Peer-to-peer Lending

وسيلة لإقراض المال للأفراد أو الشركات من دون اللجوء إلى البنك التقليدي كوسيط. بدلاً من ذلك، تتطلع الخدمة عبر الإنترنت إلى المطابقة بين المقرضين والمقترضين.

بوليصة التأمين المستدامة Perpetuities

استثمار يوفر تدفّقاً مستمراً إلى أجل غير مسمَّى من المدفوعات الدورية المتساوية المحددة مسبقاً.

الإيداع Placement

المرحلة الأولى من عملية غسل الأموال. وهي تتضمن الإيداع المادي للأموال غير المشروعة في النظام المالي، وعادةً ما يكون من خلال طرق مثل الودائع النقديّة أو تحويل العملات أو شراء الأدوات النقديّة.

المجتمع الإحصائي Population

مصطلح في علم الإحصاء يطلق على مجموعة معينة حيث يتم إدراج كل عضو أو مكوّن في المجموعة.

مستوى الناتج المحتمل Potential Output Level

المستوى المستدام من الناتج الذي ينتجه اقتصاد ما عندما يتم توظيف موارده كاملة بصورة منتجة. ويُعرف أيضاً باسم الناتج المحتمل عند مستوى التوظيف الكامل للإنتاج.

الأسهم الممتازة Preference Shares

تلك الأسهم الصادرة عن الشركة التي تصنَّف في منزلة أعلى من الأسهم العادية عند توزيع أرباح الأسهم وتسديد رأس المال في حال تعرّضت الشركة للتصفية.

العلاوة Premium

المبلغ النقدي الذي يدفعه صاحب الخيار لمحرِّر الخيار في مقابل منحه حق الخيار. ويُستخدم هذا المصطلح أيضاً للتعبير عن الفارق بين سعر الصرف الفوري وسعر الصرف الآجل الذي ينشأ عندما تكون أسعار الفائدة بالعملة الأساس أعلى من أسعار الفائدة بالعملة المسعَّرة.

القيمة الحالية Present Value

قيمة مبلغ من المال مستحقة بتاريخ لاحق في المستقبل عند التعبير عنها بقيمتها في الوقت الحاضر. ويمكن الحصول على القيمة الحالية عن طريق خصم المبلغ المستقبلي بنسبة معروفة من الفائدة.

مرونة الطلب السعرية Price Elasticity of Demand

تأثير التغير بنسبة صغيرة في سعر سلعة ما على الكمية المطلوبة من السلعة. ويتم التعبير عن مرونة الطلب السعرية برقم يقع بين الصفر واللانهاية.

السوق الأولية Primary Market

وظيفة من وظائف البورصة تتمثّل في جلب الأوراق المالية إلى السوق وجمع الأموال.

الوكيل Proxy

شخص معين للتصويت بالنيابة عن أحد المساهمين في جمعيات الشركة.

تعادل القوة الشرائية Purchasing Power Parity

سعر الصرف الاسمي بين دولتين يعكس الفرق بين معدلي التضخم لدى كل منهما.

خيار البيع Put Option

الخيار الذي يمنح لحامله الحق، وليس الالتزام، في بيع كمية محددة من أحد الأصول بسعر محدد مسبقاً بحلول موعد محدد مسبقاً أو أحياناً قبل ذلك الموعد.

النظرية الكميّة للنقود Quantity Theory of Money

نظرية تصف رسمياً العلاقة بين العرض النقدي المحلي والمستوى العام للأسعار.

السوق المحكومة بالتسعير Quote-Driven

نظام للتداول تحكمه شركات الأوراق المالية التي تحدد أسعار البيع والشراء.

الاسترداد Redemption

سداد أصل القرض لحامل الورقة المالية القابلة للاسترداد.

تحليل الانحدار Regression Analysis

تقنية إحصائية مستخدمة لتحديد درجة الارتباط بين متغيّرين.

مخاطر إعادة الاستثمار Reinvestment Risk

عدم القدرة على إعادة استثمار دفعات الفوائد بمعدل الفائدة نفسه لإجمالي العائد عند الاستحقاق (GRY). وهذا بدوره يجعل عائد الاسترداد الإجمالي مشكوكاً في صحته من ناحية المفهوم النظري.

الريبو (اتفاقية إعادة الشراء) Repo

بيع السندات وإعادة شرائها بين طرفين، بحيث تتم إعادة الشراء وفقاً لسعر وتاريخ محدَّدين مسبقاً. وتصنّف اتفاقيات إعادة الشراء في مجموعتين: اتفاقيات إعادة الشراء العامة واتفاقيات إعادة الشراء المحدَّدة.

نسبة الاحتياطي القانوني Reserve Ratio

نسبة الودائع التي تحتفظ بها البنوك كاحتياطيات نقدية لتلبية الطلب على سحوبات المودعين والإيفاء بمتطلبات بنك إنجلترا المتعلقة بالضوابط على الائتمان.

مستوى المقاومة Resistance Level

مصطلح يُستخدم في التحليل الفني لوصف السقف الموضوع على سعر الورقة المالية الناتج عن استمرار المستثمرين في البيع عند ذلك المستوى من السعر.

القرار العادي Resolution

اقتراح يصوّت عليه حملة الأسهم.

مصرف الأفراد Retail Bank

مؤسسة توفر تسهيلات مصرفية للأفراد والشركات الصغيرة/ المتوسطة الحجم.

إصدار حقوق الأولويّة Rights Issue

إصدار أسهم عادية جديدة لمساهمي الشركة بما يتناسب مع ملكيّة كل مساهم من الأسهم الحالية، وعادة ما يكون بسعر مخفض للغاية عن السعر السائد في السوق. انظر أيضاً حقوق الشفعة.

العائد الجاري Running Yield

العائد من السند الذي يتم احتسابه عن طريق التعبير عن القسيمة (الفائدة) في صورة نسبة مئوية من سعر السند النظيف. ويُعرف أيضاً باسم العائد الثابت أو عائد الفوائد.

العينة Sample

مصطلح إحصائي يشار به إلى مجموعة فرعية ممثِّلة لمجتمع إحصائي محدَّد. والعينات تمكّن الباحثين من الوصول إلى الاستنتاجات والاستدلالات حول المجتمع الإحصائي.

السوق الثانوية Secondary Market

السوق التي يجري فيها تداول الأوراق المالية الموجودة أصلاً.

الأوراق المالية Securities

الأدوات المالية التي تمثّل الملكية أو الدين في كيان ما. وهي تشمل الأسهم والسندات والخيارات والمشتقات المالية التي يُمكن تداولها في الأسواق المالية.

السندات المفصولة (تداول كل من فوائد السندات وأصل السند بصورة منفصلة) (STRIPS)

دفعات كل من أصل الدين والفائدة الناتجة عن تلك السندات الحكومية المضمونة التي يمكن تداولها بصورة منفصلة على شكل سندات صفرية (ZCB).

الواهب Settlor

الشخص الذي ينشئ صندوق إدارة الممتلكات.

نظام الظلّ المصرفي Shadow Banking

يتمثّل بالإقراض والأنشطة المالية الأخرى التي تجريها المؤسسات غير المصرفية أو الخاضعة لظروف غير منظّمة.

رأس المال المساهم Share Capital

القيمة الاسمية للأسهم العادية أو حقوق الملكية في الشركة. ورأس مال الشركة المساهم المرخَّص يمثّل القيمة الاسمية للأسهم العادية التي يجوز أن تصدرها الشركة، أما رأس المال المساهم المُصدَر فيعني الأسهم التي أصدرتها الشركة. وغالباً ما يُستخدم مصطلح "رأس المال المساهم" بمعنى أوسع يشمل الأسهم الممتازة للشركة.

البيع على المكشوف Short Position

بيع ورقة مالية غير مملوكة من قبل البائع أو بيع أحد المشتقات المالية.

القرار الخاص Special Resolution

اقتراح يتطلّب إقراره الحصول على ٧٥٪ من أصوات المساهمين المدلى بها.

السعر الفوري Spot Rate

السعر السنوي المركب الثابت للفائدة الذي ينطبق على الاستثمار في مدة زمنية محددة. راجع أيضاً السعر الآجل.

هامش التداول Spread

الفرق بين سعر الشراء (العرض) والبيع (الطلب). وهذه إستراتيجية تتطلب من المستثمر أن يقوم في الوقت ذاته بشراء خيار أو أكثر وبيع خيار آخر أو عدد من عقود الخيار الأخرى على الأصل محل التعاقد نفسه بحيث إما أن تكون أسعار التنفيذ مختلفة وتواريخ انتهاء العقود متماثلة أو تكون أسعار التنفيذ متماثلة وتواريخ انتهاء العقود مختلفة. ومن نماذج الهوامش: هامش التداول الهابط، وهامش التداول الصاعد، ونموذج الفراشة.

الانحراف المعياري Standard Deviation

مقياس من مقاييس التشتّت. وفي ما يتعلق بالقيم داخل التوزيع، فإن الانحراف المعياري يمثّل الجذر التربيعي للتباين في التوزيع.

سوق الأوراق المالية Stock Exchange

سوق منظَّمة لإصدار الأوراق المالية وتداولها بواسطة أعضاء هذا السوق.

سعر ممارسة الخيار Strike Price

راجع سعر التنفيذ.

البديل Substitute

تُعَدّ السلعة بديلاً لسلعة أخرى إذا أدّى ارتفاع سعر إحداهما إلى ارتفاع في الطلب على السلعة الأخرى. وبما أنّ السلع البديلة تؤدّي وظيفة مشابهة لبعضها البعض، فإن هذه السلع تتمتع عادةً بمرونة طلب سعرية (PED) عالية.

منحنى العرض Supply Curve

رسم بياني يصوِّر الكمية من السلعة أو الخدمة المعينة التي تكون الشركة مستعدّة لتزويدها مقابل سعر معين. عند رسم منحى العرض، يكون السعر على المحور الرأسي والكمية على المحور الأفقي، بحيث ينحرف منحنى العرض للأعلى من اليسار إلى اليمين.

عقد المبادلة Swap

مشتق مالي يتداول خارج السوق الرسمية حيث يتبادل الطرفان سلسلة من المدفوعات الدورية استناداً إلى المبلغ الأصلي المفترَض على مدى الأجل الزمني المتفق عليه. ويمكن لعقود المبادلة أن تأخذ شكل عقود لتبادل أسعار الفائدة ومبادلة العملات ومقايضة السلع ومبادلة الأسهم.

تي + ٢ (T+2)

يُشير إلى موعد تسوية التجارة. ويشير الحرف تي (T) إلى تاريخ عقد الصفقة والجزء 2+ إلى أن الصفقة سوف تتم تسويتها في غضون يومي عمل بعد تاريخ عقدها. وينطبق الأمر ذاته على مصطلحات T+1 وT+3 وهكذا.

عمليات التملّك Takeover

عندما تشتري شركة واحدة أكثر من ٥٠٪ من أسهم شركة أخرى.

التحليل الفني Technical Analysis

تحليل الرسوم البيانية التي تصور تحركات الأسعار التاريخية وحجم هذه الحركات لتحديد المسار المستقبلي لسوق معينة أو لسعر ورقة مالية فردية. ويفقد التحليل الفني قيمته في الصيغة الضعيفة من فرضية كفاءة السوق (EMH).

القيمة الزمنية Time Value

ذلك العنصر من علاوة عقد الخيار الذي ليس جزءاً من القيمة الحقيقية. كما يرتبط مصطلح "القيمة الزمنية" بمبلغ من النقود يمكن، عن طريق مراعاة معدل الفائدة السائد في السوق والمدة الزمنية التي في غضونها سوف يُستثمر المبلغ أو يحصل عليه المستثمر، التعبير عنه إما بقيمة مستقبلية(FV) أو بقيمة حالية (PV)، على التوالي.

معدّل العائد المرجَّح بالزمن (TWRR)

الأداء الموحَّد للمحفظة على مدى مدة استثمار معينة الذي يلغي التأثير المشوِّه للتدفقات النقدية. يتم احتساب معدّل العائد المرجَّح بالزمن عن طريق تركيب معدلات العائد من كل مدة زمنية فرعية للاستثمار، بحيث تنشأ هذه المدة الفرعية كلما حصلت حركة لرأس المال إلى داخل المحفظة أو خارجها.

خطأ المحاكاة Tracking Error

راجع مخاطر الإدارة النشطة.

أذون الخزانة Treasury Bills

الأوراق المالية القصيرة الأجل المدعومة من الحكومة والصادرة بخصم على قيمتها الاسمية عن طريق مزاد علني أسبوعي ينظّمه البنك المركزي. ولا تقدِّم أذون الخزانة للمستثمر أيّ فوائد دورية لكنها تستحق السداد بالقيمة الاسمية.

أمناء الصندوق Trustees

الملاك القانونيون للممتلكات في صندوق إدارة الممتلكات الذين يدينون بواجب المهارة والرعاية للمستفيدين من الممتلكات التي يديرونها.

الأصول محل العقد Underlying

الأصول التي يشتق منها المشتق المالي.

التوجيه المتعلّق بصناديق تعهّدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل (UCITS)

توجيه من توجيهات الاتحاد الأوروبي استُحدِث في عام ١٩٨٥ لكنه خضع منذ ذلك الحين للمراجعة والتنقيح لتمكين برامج الاستثمار الجماعي (CISs) المرخَّصة في إحدى الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي من التسويق بحرّيّة عبر أنحاء الاتحاد الأوروبي، شريطة أن يتماشى ذلك مع قوانين التسويق في الدولة (الدول) المضيفة بالإضافة إلى الامتثال لقوانين محدَّدة تتعلق بهيكل الصندوق.

معدّل البطالة Unemployment

النسبة المئوية لعدد الأفراد المسجلين رسميًّا على أنهم قادرون على العمل، ويرغبون في العثور على عمل، ولكنهم عاجزون عن ذلك.

صندوق الوحدات المفتوح Unit Trust

نظام يتم بمقتضاه تجميع الأموال من المستثمرين معاً واستثمارها على نحو مشترك نيابة عنهم في صندوق استثمار مفتوح.

التذبذب Volatility

مقياس لمدى تقلّب عوائد الاستثمار وأسعار الأصول والمتغيرات الاقتصادية. ويقاس التذبذب عن طريق احتساب الانحراف المعياري لهذه العوائد والأسعار والقيم.

عقد الكفالة Warrants

أوراق مالية قابلة للتداول تصدرها الشركات العامة المحدودة (plcs) تمنح لحاملها حق شراء عدد معين من الأسهم العادية للشركة وفقاً لشروط محددة مسبقاً.

محرِّر/ بائع الخيار Writer

الطرف الذي يقوم ببيع الخيار. يتلقى بائع الخيار علاوة (ثمن الخيار) مقابل تحمّل المخاطرة بأن يتم تنفيذ حق الخيار ضدّه.

العائد Yield

الدخل الناتج عن الاستثمار بوصفه نسبة مئوية من السعر الحالي.

منحنى العائد Yield Curve

رسم بياني يوضِّح العلاقة بين العوائد الإجمالية عند الاستحقاق (GRY) وآجال استحقاق السندات من النوع نفسه.

العائد حتى الاستحقاق Yield to Maturity

راجع إجمالي العائد عند الاستحقاق.

السندات الصفرية (بدون فائدة أو قسيمة) Zero Coupon Bonds

سندات تصدر بخصم على قيمتها الاسمية ولا تحمل أيّ فوائد (قسائم) لكنها تستحق السداد بالقيمة الاسمية في تاريخ مستقبلي محدد مسبقاً.

أسئلة متعدّدة الخيارات

أسئلة متعدّدة الخيارات

وُضعت الأسئلة الإضافية الآتية لأغراض التعلم والمراجعة. وبالرغم من أنها تستند إلى المنهج الدراسي، إلا أنها ليست أسئلة الاختبار المعيارية نفسها، والهدف منها اختبار معرفتك وفهمك لفقرات الكتاب ذات الصلة.

ينبغي التنويه أنه حرصًا على نزاهة الامتحان، يُمنع استخدام الآلة الحاسبة اليدوية في قاعات الامتحان الخاصة بالمعهد المعتمد للأوراق المالية والاستثمار. ويجب على المتقدمين للامتحان استخدام الآلة الحاسبة التي تظهر على الشاشة في جميع امتحانات المعهد المؤتمتة مهما كانت لغة الامتحان، سواء في المملكة المتحدة أو عبر أنحاء العالم.

١. **يرغب أحد المستشارين في انتقاء صندوق وحدات استثمارية مفتوح يستخدم مؤشر فوتسي لجميع الأسهم المدرجة على أنه المؤشر المقارن المرجعي له وليكون مناسباً للمستثمر الحذر من المخاطر. وبالتالي يجب على المستشار أن يختار معامل بيتا ذا القيمة:**

أ. ٠,٥
ب. ١
ج. ١,٥
د. ٢

٢. **أصبح أحد العملاء مؤخراً غير قادر على استيعاب المعلومات التي أرسلها له مستشاره المالي وهكذا بات المستشار غير قادر على التوقيع على تقرير ملاءمة الاستثمار لمتطلبات العميل وفقاً للمراجعة المالية السنوية. ما الذي يجب على المستشار القيام به حيال محفظة الاستثمار التي يديرها؟**

أ. يواصل إدارة محفظة الاستثمار
ب. يواصل التزامه بتعليمات العميل
ج. يأخذ التعليمات من أقرب أفراد الأسرة
د. لا يتخذ أي إجراء لحين تعيين وكيل عن العميل

٣. **إذا رفعَت الحكومة مُعدَّل إنفاقها وقامت بتمويل ذلك عن طريق إصدار سنداتٍ حكوميّة، فهذا يعني أنها تتبنى أيّ نوع من السياسات المالية؟**

أ. الانكماشية
ب. التوسعية
ج. الحيادية
د. الركودية

٤. **لماذا قد يسعى صندوق الاستثمار للحصول على ترخيص ليصبح من الصناديق الملتزمة بالتوجيه المتعلق بصناديق تعهّدات الاستثمار المشترك في الأوراق المالية القابلة للتحويل (UCITS)؟**

أ. لكي يصبح بالإمكان تسويقه وبيعه عبر أنحاء الاتحاد الأوروبي كافة
ب. لكي يحصل على ترخيص يسمح بتسويقه وبيعه إلى المستثمرين المؤسسيين
ج. لكي يصبح مدرجاً في سوق الأسهم
د. لكي يحصل على ترخيص يتيح له الانخراط في المعاملات التي تنطوي على مستوى أعلى من الرفع المالي

٥. **إذا كان عميلك هو مؤسس إحدى الشركات، وكان قلقاً تجاه ما قد يحدث لأعماله إذا أصيب بمرض شديد. أي نوع من التأمين سيكون الأكثر ملاءمةً لاقتراحه على العميل في هذه الحالة؟**

أ. تأمين الحماية ضد الحوادث والأمراض
ب. تأمين حماية الدخل
ج. تأمين الحماية الخاص بالأشخاص المهمّين في الشركة
د. التأمين الصحي

٦. **أيٌّ من الترتيبات الآتية يمكن لشركةٍ استخدامها لتجنب التضارب في المصالح؟**

أ. الإفصاح
ب. الترقيات المالية
ج. اعرف عميلك
د. ملاءمة الاستثمار للعميل

٧. **طبقاً لفرضية كفاءة السوق، فإنه من غير المحتمل أن تعمل السوق بوصفها "صيغة قوية من صيغ كفاءة السوق" بسبب وجود:**

أ. القوانين الخاصة بتداول المطلع على معلومات داخلية
ب. اللوائح التنظيمية المتعلّقة بمكافحة غسل الأموال
ج. الإجراءات المتعلّقة بالالتزام
د. قوانين حماية البيانات

٨. **أيّ أنواع برامج الاستثمار المشترك يمكن أن نتوقع تداوله بخصم أو علاوة على صافي قيمة أصوله (NAV)؟**

أ. صندوق الوحدات المفتوح
ب. صندوق المؤشرات المتداولة في البورصة
ج. صندوق الاستثمارات المغلق
د. صندوق سيكاف

٩. **ما العامل الذي لا علاقة له عند تقييم صندوق المستحقات التقاعدية المحدَّدة؟**

أ. السن الذي يمكن عندها الحصول على مستحقات التقاعد.
ب. المبلغ المتوقع المستحق
ج. الأداء الاستثماري للصندوق
د. المبلغ المقطوع المتاح عند التقاعد.

١٠. **يقوم أحد العاملين في غسل الأموال بتحريك الأرصدة بين العملات والأسهم والسندات المختلفة. يُطلق على هذه المرحلة من مراحل عملية غسل الأموال اسم:**

أ. الدمج
ب. التحويل بين الاستثمارات
ج. الإيداع
د. التمويه

١١. يحصل مستثمر حالياً على فائدة نصف سنوية قيمتها ٩٠ دولار لامتلاكه سند خزانة قيمته الاسمية ٣,٠٠٠ دولار وسعر فائدته (قسيمته) ٦٪ علماً أن القيمة الحالية للسند تساوي ٣,٦٠٠ دولار. ما عائد هذا السند الثابت؟

أ. ٢,٥٪
ب. ٣٪
ج. ٥٪
د. ٦٪

١٢. يعلن المصرف المركزي على نحو غير متوقع أن أسعار الفائدة قصيرة المدى سوف ترتفع لتصبح ٦٪. ما التأثير الأكبر احتمالاً لهذا الإعلان على سند خزانة يبلغ سعر فائدته (قسيمته) ٥٪؟

أ. سوف تنخفض قيمة الفائدة (القسيمة)
ب. سوف ترتفع قيمة الفائدة (القسيمة)
ج. سوف ينخفض السعر
د. سوف يرتفع السعر

١٣. ما المبدأ الذي يقوم عليه شرط تصنيف العملاء إلى مجموعات بموجب القواعد التنظيمية؟

أ. تحديد استعداد العميل للمخاطرة
ب. تحديد مستوى الحماية الرقابية التي يكون العميل مؤهلاً للحصول عليها
ج. التحقق من أن المستشار المالي لديه معلومات كافية عن العميل لمنع حدوث غسل الأموال
د. تحديد مستوى الإفصاح عن المنتجات كما هو مطلوب في وثيقة الخدمات الرئيسة في الشركة

١٤. أي من هذه العوامل قد يؤدّي إلى حدوث تحول متوازٍ في منحنى الطلب إلى اليسار بالنسبة إلى سلعة معينة؟

أ. ارتفاع سعر سلعة مكمّلة
ب. انخفاض دخل المستهلك
ج. أن تصبح السلع أكثر رواجاً
د. ارتفاع قيمة الدخل المتاح للإنفاق

١٥. إذا كان لديك عميل عمره ٧٠ سنة وهو مستثمر مُحنَّك يتبنّى موقفاً حذراً من المخاطرة، استناداً إلى تلك المعلومات وحسب، أيّ من توزيعات الأصول الآتية توصي بها على أنها الأكثر ملاءمة له؟

أ. نقد – ٥٪؛ سندات – ٢٥٪؛ أسهم عادية – ٧٠٪
ب. نقد – ١٠٪؛ سندات – ٣٥٪؛ أسهم عادية – ٥٥٪
ج. نقد – ١٥٪؛ سندات – ٥٠٪؛ أسهم عادية – ٣٥٪
د. نقد – ٥٠٪؛ سندات – ٥٠٪؛ أسهم عادية – ٠٪

١٦. أي من العبارات الآتية "صحيحة" في ما يتعلق بعقود الخيار؟

أ. يحق لمشتري خيار الشراء أن يبيع أحد الأصول
ب. يحق لمشتري خيار البيع أن يشتري أو يبيع أحد الأصول
ج. يحق لبائع خيار الشراء أن يبيع أحد الأصول
د. يحق لمشتري خيار الشراء أن يشتري أحد الأصول

١٧. **إذا كانت العوائد الناتجة عن أحد صناديق الاستثمار على مدار العشرة أعوام الماضية تبيِّن النتائج الآتية: ١٣,٢٪، ٢,٦٪، -١,٣٪، ٤,٢٪، -٣,٥٪، ٢,١٪، ١٠,٧٪، ٩,٤٪، ٤,١٪، ٩,٠٪، فما هو المدى؟**

أ. ٤,٢٪
ب. ٨,٣٥٪
ج. ١٣,٢٪
د. ١٦,٧٪

١٨. **إذا كان نموذج زد سكور (Z-Score) لشركة سالباً، فهذا يوحي على الأرجح بأن الشركة:**

أ. تحقق أرباحاً متذبذبة
ب. على وشك الإفلاس
ج. تستخدم مستوى منخفضاً من الرفع المالي
د. تعتمد بصورة مفرطة على قاعدة عملاء محدودة

١٩. **أي ممّا يأتي "ليست" ميزة من ميزات برامج الاستثمار المشترك؟**

أ. التحكّم باختيار مدير الصندوق للأصول
ب. التنويع
ج. الوصول إلى الإدارة الاحترافية المتخصصة للاستثمار
د. وفورات الحجم

٢٠. **متى تحصل تسوية الصفقات الفورية في سوق الفوركس؟**

أ. T + ٠ (T+0)
ب. T + ١ (T+1)
ج. T + ٢ (T+2)
د. T + ٣ (T+3)

٢١. **أي من المقاييس الآتية يزيل أثر التدفقات النقدية الخارجة من محفظة الاستثمار والواردة إليها عند قياس الأداء؟**

أ. العائد الكُلّي
ب. معدل العائد المُرجَّح بالزمن
ج. عائد مدة الاحتفاظ بالسند
د. معدل العائد المُرجَّح بالنقد

٢٢. **أي من المقاييس الآتية تقدم "أفضل" مؤشر عن درجة الرفع المالي في الشركة؟**

أ. العائد على الأموال المتاحة للاستثمار
ب. نسبة الديون إلى حقوق الملكية
ج. معدل دوران الأصول
د. نسبة التداول

٢٣. **أي من معاملات الارتباط الآتية يدلّ على العلاقة الأضعف بين اثنين من الأصول؟**

أ. +١
ب. +٠,٢
ج. -٠,٥
د. -١

٢٤. يحصل المستثمر على توزيعات أرباح الأسهم من شركة تقع داخل دولة مختلفة عن تلك التي يقيم بها. فلكي يستفيد من تخفيض على الضريبة المقتطعة باستخدام طريقة "الإعفاء من المصدر"، يجب عليه عادةً أن:

أ. يستخدم تسهيلات معاهدة تجنّب الازدواج الضريبي
ب. يسجل بوصفه مغترباً لأغراض التخفيف من الضرائب
ج. يدفع علاوة للحصول على إعفاء خاص
د. يقدم إقرارات ضريبية مزدوجة

٢٥. ما هو مبدأ نظريّة تسعير الأصول الرأسمالية؟

أ. بواسطة الجمع بين الأوراق المالية في محفظةٍ متنّوعة، تصبح المخاطر الإجمالية اقلّ من المخاطر المتأصّلة في الاحتفاظ بأيّ ورقة مالية فردية.
ب. العائد المتوقّع على المحفظة أو الورقة المالية يساوي معدل العائد على الورقة المالية الخالية من المخاطر بالإضافة إلى علاوة المخاطر
ج. قيمة بيتا واحدة للسوق تراعي جميع المؤثرات التي تُحدّد المخاطر المرتبطة بالورقة المالية والعائد المتوقع منها.
د. من المستحيل التغلّب على السوق لأن أسعار السوق تراعي فعلًا المعلومات ذات الصّلة جميعها وتعكس المؤثرات كلها

٢٦. أي من أنواع صناديق الاستثمار الآتية يرجَّح أن يستخدم أعلى مستويات الرفع المالي؟

أ. صندوق السندات
ب. صندوق الأسهم
ج. صندوق سوق النقد
د. صندوق العقارات

٢٧. أي من أنواع المخاطر تواجه المستثمرين ولا يمكنهم تخفيفها عن طريق التنويع؟

أ. المخاطر المنتظمة
ب. مخاطر التسييل
ج. مخاطر الجهة المُصدِرة
د. مخاطر الائتمان

٢٨. أي ممّا يأتي يُعَدّ أحد عيوب الاستثمار المباشر في العقارات؟

أ. الارتباط مع فئات الأصول الأخرى مرتفع
ب. فوائد محدودة لتنويع المحفظة الاستثمارية
ج. قد يحقق العقار دخلًا من الإيجار
د. تآكل العوائد بسبب التضخّم

٢٩. تسري القوانين الخاصة بتداول المطّلع على المعلومات الداخلية على أي من الأوراق المالية الآتية؟

أ. العقود المستقبلية على النفط
ب. أسهم شركات الاستثمار المفتوحة
ج. السندات التجارية
د. وحدات صناديق الوحدات الاستثمارية المفتوحة

٣٠. أي نوع من صناديق الاستثمار يُعَدّ الأنسب على الأرجح للمستثمر الحذر في مراحل الهبوط في الأسواق؟

أ. صندوق سوق النقد
ب. صندوق السندات ذو العوائد المرتفعة
ج. صندوق السندات التجارية العالمية
د. صندوق السندات الحكومية

٣١. أي مما يأتي يُعَدّ "الأكثر" استخداماً عند تقييم قيمة السهم المستقبلية على أساس التحليل الفني؟

أ. الرسوم البيانية الخطية
ب. المركز التنافسي
ج. جودة عمل فريق الإدارة
د. مقاربة حوكمة الشركات

٣٢. إذا قررت الحكومة التعامل مع عجز حاصل في حساب العمليات الجارية عن طريق السماح بانخفاض قيمة عملتها مقابل العملات الأخرى، ماذا سيكون أثر ذلك على الشركة؟

أ. سوف تقلل من تكاليفها الناتجة عن استيراد المواد الخام
ب. سوف تصبح تكلفة الخدمات التي تحصل عليها من الخارج أقلّ ثمناً
ج. سوف تنخفض قيمة الأرباح التي تكسبها بالعملات الأخرى عند تحويلها إلى العملة المحلية
د. سوف تصبح البضائع التي تنتجها أكثر قدرة على المنافسة في الأسواق العالمية.

٣٣. أي نوع من الاستثمار يُعَدّ على الأرجح الاستثمار الأنسب لعميل استعداده للمخاطرة قد صنِّف على أنه منخفض؟

أ. صندوق استثمار في العقارات التجارية
ب. سندات حكوميّة من الدرجة الاستثمارية
ج. صندوق التحوط
د. الأسهم العادية ذات العوائد المرتفعة

٣٤. أخبرك مستثمر أنه يحتاج إلى مبلغ مقطوع قدره ١٥,٠٠٠ دولار أمريكي في غضون ١١ سنة، وهو على استعداد لاستثمار مبلغ مقطوع في الوقت الحاضر في استثمار يعود عليه بفائدة ثابتة نسبتها ٦٪ سنوياً، علماً أن الفوائد تُدفع كل ستة أشهر. ما المبلغ الذي يجب على هذا المستثمر أن يستثمره اليوم لتحقيق هدفه؟

أ. $ ٧,٨٢٨
ب. $ ٧,٩٠٢
ج. $ ٩,٩٠٠
د. $ ٩,٩٧٦

٣٥. السلوك الذي من الأرجح أن يعطي انطباعاً مضلّلاً أو زائفاً عن العرض أو الطلب أو قيمة الاستثمارات، يُصنَّف على الأغلب على أنه أيّ من المخالفات الآتية؟

أ. التلاعب بالسوق
ب. غسل الأموال
ج. التداول الاستباقي
د. التداول بناءً على معلومات داخلية

٣٦. أي من المصطلحات الآتية يصف بأفضل صورة سياسة من سياسات الاستثمار التي تهدف إلى محاكاة حركة أحد المؤشرات؟

أ. استثمار النمو بسعر معقول
ب. استثمار القيمة
ج. الاستثمار بالاتجاه السائد في السوق
د. الإدارة السلبية للاستثمار

٣٧. التحقيقات اللازمة الواجِب إجراؤها للتحقق من هوية العميل عندما يكون هذا العميل من الشخصيات السياسيّة البارِزة تُعرف باسم:

أ. التحقيقات الحساسة
ب. التحقيقات المعزَّزة
ج. التحقيقات المبسَّطة
د. التحقيقات الإضافية

٣٨. بعد إجراء الحسابات اللازمة، استنتجتَ أن عميلتك سوف تحتاج إلى توفير دخل قيمته ٢٠,٠٠٠ $ لتلبية احتياجاتها عند التقاعد. فإذا كانت هذه السيدة قادرة على تحقيق نسبة ٥٪ سنوياً، ما مقدار المبلغ المقطوع الذي سوف تحتاج إليه في غضون العشر سنوات القادمة إذا كان من المتوقع أن يكون متوسط معدل التضخم ٤٪ سنوياً؟

أ. ٢٠٥,٠٠٠ $
ب. ٤٠٠,٠٠٠ $
ج. ٥٩٢,٠٠٠ $
د. ٦٢٢,٠٠٠ $

٣٩. خطأ المحاكاة لمحفظة الاستثمارات يُعَدّ مقياساً لـ:

أ. تذبذب عوائدها في مقابل التذبذب في السوق
ب. أدائها المتفوق بالمقارنة مع معيارها المقارن المرجعي المرتبطة به
ج. مقدار تتبّعها عن كثب لمؤشر يُستخدم لمقارنة أدائها
د. قصور أدائها بسبب المخاطر المنتظمة

٤٠. أي المقاييس الآتية يقدّم مؤشراً لمستوى النشاط الاقتصادي الذي يحدث داخل الدولة ذاتها؟

أ. الناتج المحلي الإجمالي
ب. الناتج القومي الإجمالي
ج. الدخل القومي
د. الناتج القومي الصافي

٤١. في صناديق الائتمان، أي من الأطراف يمتلك الأصول؟

أ. الواهب
ب. الأمين
ج. حامي الصندوق
د. المستفيد

٤٢. نسبة السعر إلى الربحية في إحدى الشركات أعلى بكثير مِن المُتوسِّط في قطاعها. يشير ذلك إلى أنّ:

أ. المستثمرين يتوقعون منها أن تحقِّق نمواً بنسبة تفوق المتوسط
ب. أداء توزيعات أرباح أسهمها ثابت
ج. المستثمرين يتوقعون هبوطاً حاداً في الأرباح
د. ليست لها قدرة على المنافسة نسبياً

٤٣. أي من العوامل الآتية "ليس" من الضروري أخذه في الاعتبار عند التوصية بالتأمين لأجل؟

أ. السن
ب. الموقف من المخاطر
ج. الصحة
د. المهنة

٤٤. حدِّدت قيمة صندوق شركة الرجاء بـ ١٠,٥ مليون دولار أمريكي في بداية العام وبـ ١١,٨ دولار أمريكي في نهاية العام. وكان توزيع الأصول في محفظة الشركة على الشكل التالي: ٦٠٪ من أسهم عادية و٤٠٪ سندات. فإذا كان توزيع الأصول في محفظة المعيار المرجعي للشركة ٥٠/٥٠ وقد حققت الأسهم العادية في هذه المدة +٧٪ وحققت السندات +٥٪، فإنّ أداء الصندوق:

أ. أضعف من أداء المعيار المرجعي بقيمة ٦٤٩,٠٠٠ دولار أمريكي
ب. أضعف من أداء المعيار المرجعي بقيمة ٦٧٠,٠٠٠ دولار أمريكي
ج. متفوق على أداء المعيار المرجعي بقيمة ٦٤٩,٠٠٠ دولار أمريكي
د. متفوق على أداء المعيار المرجعي بقيمة ٦٧٠,٠٠٠ دولار أمريكي

٤٥. في دورة اقتصادية تقليدية، ما المرحلة التي تسبق مباشرة مرحلة التسارع؟

أ. التباطؤ
ب. الركود
ج. الازدهار
د. الانتعاش

٤٦. إلى ماذا تشير نسبة شارب المرتفعة؟

أ. كان الأداء منخفضًا بالمقارنة مع معدّل العائد الخالي من المخاطر
ب. تحمّل المدير مستويات مفرطة من المخاطر
ج. قدّم الاستثمار عائدًا معدّلًا في ضوء المخاطر أفضل
د. حقق المستثمر عوائد منخفضة لكل وحدة من المخاطر التي تعرّض لها

٤٧. تُستخدم نسبة الرسوم الحالية والنفقات الإجمالية في ما يتعلق بأيٍّ مما يأتي؟

أ. تحليل حسابات الشركة
ب. المقارنة بين برامج الاستثمار المشترك
ج. اختيار مزوِّد إدارة الاستثمار التقديرية
د. قياس أداء المحفظة الاستثمارية

٤٨. الضريبة المقتطعة:

أ. تُطبّقها السلطات الضريبية الوطنية على دخل الاستثمارات الأجنبيّة
ب. تُطبّقها السلطات في المملكة المتحدة على الدخل الناتج عن الاستثمار الذي يحققه المواطنون البريطانيون.
ج. لا تُطبَّق إلا بوجود اتفاقية لتجنّب الازدواج الضريبي.
د. لا تطبَّق إلا إذا كان المستثمر من دافعي المستويات العليا من الضرائب.

٤٩. يشتري مستثمر خيار شراء مقابل ١٠ بنس على أسهم شركة السبيل، وهو قابل للتنفيذ بسعر ١٠٠ بنس في غضون ثلاثة أشهر. فإذا كان سعر السهم محل العقد يساوي ١٢٠ بنساً، يمكن القول إنّ الخيار:

أ. عند نقطة التعادل
ب. يتساوى فيه سعر التنفيذ مع سعر السوق
ج. خيار مربح
د. خيار خاسر

٥٠. أي مما يأتي يُعَدّ من سمات التأمين مدى الحياة؟

أ. يمكن ترتيبه بوصفه تأمين متزايد أو متناقص أو ثابت
ب. يُعَدّ مصدراً جيد السيولة من مصادر الاستثمار
ج. يمكن أن يسهم في دفع تكاليف الرعاية الطويلة الأجل
د. يجمع بين أحد عناصر التأمين وإحدى خطط الادخار.

٥١. أيّ مما يلي هو مثال على كيفية قيام صناعة الخدمات المالية بوظيفتها الأساسية المتمثلة في "أنظمة الدفع"؟

أ. مراكز الإيداع المركزي للأوراق المالية
ب. مشتقات الائتمان
ج. الأسواق الأولية
د. نظام سويفت

٥٢. بمَ تُعرف بوليصة التأمين على الحياة التي يتم فيها تحديد المبلغ المؤمن عليه منذ البداية مع عدم وجود مكافآت سنوية أو نهائية؟

أ. بوليصة تأمين من دون الاشتراك في الأرباح
ب. بوليصة تأمين لأجل مسمّى
ج. بوليصة تأمين مرتبطة بوحدات الصناديق الاستثمارية
د. بوليصة تأمين مع الاشتراك في الأرباح

٥٣. أيّ مما يلي لا يُعدّ جريمة من جرائم غسل الأموال أو تمويل الإرهاب؟

أ. الإخلال بسرّية العميل عن طريق الإبلاغ عن شكوكك بشأن صفقة غسيل أموال محتملة
ب. عدم الإبلاغ عن الاشتباه في أنّ العميل يستثمر عائدات الاتجار غير المشروع بالمخدرات
ج. مساعدة شخص على استثمار أموال معروفة أنّها من عائدات الإرهاب
د. إخطار شخص بأنّه سيخضع لاستجواب بشأن أنشطة غسيل أموال

٥٤. بأيّ نوع من الصناديق يُفترض أن ترتبط بيتا الذكية "Smart Beta"؟

أ. صندوق السندات التجارية
ب. صندوق النمو العالمي
ج. صندوق العائد المطلق
د. صندوق محاكاة المؤشّر

٥٥. أيّ مما يلي يمكن أن ينطبق على السندات التجارية؟

أ. لديها مخاطر سوق ومخاطر تخلف عن السداد
ب. لديها مخاطر سوق ولكن لا مخاطر تخلف عن السداد
ج. لديها مخاطر تخلف عن السداد ولكن لا مخاطر سوق
د. ليس لديها مخاطر سوق ولا مخاطر تخلف عن السداد

٥٦. ما هو تعريف الميزان التجاري غير الملموس لبلد ما؟

أ. المعاملات الدولية المتعلقة بشراء وبيع أصول الاستثمار المحلي والأجنبي
ب. الفرق بين قيمة السلع المستوردة والمصدرة
ج. القيمة الإجمالية للسلع والخدمات التي تتدفق داخل الدولة وخارجها
د. الفرق بين قيمة الخدمات المستوردة والمصدرة

٥٧. في أيّ نوع من استراتيجيات محاكاة الصندوق للمؤشر المستخدمة في الصناديق التي تحاكي المؤشرات يتعرّض فيها أداء الاستثمار لكلّ من أخطاء المحاكاة ومخاطر الطرف النظير؟

أ. استراتيجية المحاكاة الكاملة للمؤشر
ب. استراتيجية تحقيق الحدّ الأمثل
ج. المحاكاة باستخدام العيّنة
د. المحاكاة التركيبية

٥٨. أيّ قاعدة يخالفها المستشار الذي يوصي بمعامل بيتا قدره ٢,٥ للمستثمر الحذر؟

أ. القدرة على تحمل التكاليف
ب. تضارب المصالح
ج. اعرف عميلك
د. الملاءمة

٥٩. أيّ مما يلي هو مثال على كيفية قيام قطاع الخدمات المالية بوظيفته الأساسية المتمثلة في إدارة المخاطر؟

أ. المشتقات
ب. الاكتتاب العام الأولي
ج. حسابات التوفير
د. تمويل التجارة

٦٠. أيّ مما يلي يقوم بوظيفة الإشراف على أنشطة شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغيّر؟

أ. مدير الشركة المعتمد
ب. أمين الحفظ
ج. شركة الإيداع
د. أمين الصندوق

٦١. من هو الفرد العضو في برنامج المستحقات التقاعدية المحدّدة؟

أ. آدم لديه معاش تقاعدي شخصي حيث يمكنه توجيه الاستثمارات التي يحتفظ بها والقيام بالتداول الخاص به
ب. آن لديها برنامج معاش تقاعدي تساهم فيه هي وصاحب عملها، ويتم تشغيله وإدارته من قبل شركة تأمين
ج. جانيت لديها برنامج معاش تقاعدي يساهم فيه صاحب عملها، حيث سيعتمد معاشها التقاعدي النهائي على حجم صندوق الاستثمار عند التقاعد
د. جون لديه برنامج تقاعد غير قائم على الاشتراكات يدفع معاشاً بناءً على متوسط دخله قبل التقاعد

٦٢. أيّ من أنواع أدوات الاستثمار التالية من المرجح أن تكون موجهة لإنتاج عوائد ضخمة بالاعتماد إلى حدٍّ كبير على الرفع المالي؟

أ. صناديق التحوّط
ب. صناديق الاستثمار العقاري المتداولة
ج. صناديق الاستثمار المشتركة
د. صناديق بيتا الذكية

٦٣. تبرم شركة طيران اتفاقية عبر أداة متداولة في البورصة مع شركة نفط لدفع سعر محدد في غضون ثلاثة أشهر لتسليم كمية محددة من الوقود في ذلك الوقت. يسمى هذا النوع من الاتفاقيات:

أ. عقد خيار
ب. عقد مستقبلي
ج. مقايضة
د. عقد كفالة

٦٤. يتم وصف أنظمة التداول التي يقدّم فيها صنّاع السوق نظام التسعير المزدوج وبشكل مستمر خلال يوم التداول على أنّها واحدة مما يلي:

أ. هجينة
ب. مزاد علني مفتوح
ج. أنظمة محكومة بالعرض والطلب
د. أنظمة محكومة بالتسعير

٦٥. يتطلب العميل استراتيجية استثمار تراعي القيم الأخلاقية ويريد التأكد من عدم استثمار أيّ من أمواله في الشركات العاملة في المجالات التي يختلف معها. ما هو نوع الصندوق الأنسب لاحتياجاته؟

أ. الصندوق أ الذي يستخدم تقنيات الفرز الإيجابي
ب. الصندوق ب الذي يستخدم تقنية الفرز السلبي
ج. الصندوق ج الذي يستخدم المشاركة الإيجابية لتحديد الشركات التي لديها نهج أكثر مسؤولية
د. الصندوق د الذي يجري البحوث لتحديد الشركات التي لديها أفضل استراتيجيات المشاركة الاجتماعية في فئتها

٦٦. ما هي العقود التي ينطبق عليها مبدأ أقصى درجات حسن النية؟

أ. عقد خدمات إدارة المحافظ التقديرية
ب. العقود الآجلة في الفوركس
ج. عقود التأمين على الحياة
د. تداولات سوق الأسهم

٦٧. لماذا قد لا تواكب صناديق العائد المطلق صناديق الأسهم التقليدية أثناء انتعاش السوق؟

أ. لأنّها قادرة على ممارسة "الشراء على المكشوف فقط"
ب. لأنّ ممارستها للبيع على المكشوف والتحوّط سيحد من الأداء
ج. لأنّها غير قادرة على ممارسة الشراء على المكشوف في أداء الأسهم
د. لأنّها معرّضة كثيراً لفئات الأصول الأخرى

٦٨. أيّ مما يلي من المحتمل أن يحتوي على أقل مخاطر سيولة، وبالتالي هو الأكثر ملاءمة لتلبية أيّ احتياجات نقدية للعميل؟

أ. صندوق استثمار مشترك في الأسواق الناشئة
ب. صندوق الاستثمار المشترك في الأسهم
ج. السندات المحمية من التضخم
د. صندوق سوق النقد

٦٩. عند تقييم مخاطر وعائد صندوق استثمار ومقارنته بأداء محافظ أخرى مماثلة، أيّ مما يلي من المرجح أن يستخدمه المدير لتقييم أكبر خسارة حدثت في الماضي؟

أ. الحد الأقصى للخسائر
ب. نسبة سورتينو
ج. نسبة شارب
د. نسبة ترينور

٧٠. إذا كان سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي هو ١,٢٥$ وأسعار الفائدة في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة للعام المقبل هي ١,٥٪ و١٪ على التوالي. ما هو سعر الصرف الآجل لسنة واحدة باستخدام معادلة تعادل سعر الفائدة؟

أ. ١,٢٤٣٨$
ب. ١,٢٥٦٢$
ج. ١,٢٤٥٠$
د. ١,٢٥٤٩$

٧١. مع اقتراب سن التقاعد، أيّ مما يلي يُرجّح أن يكون أسلوب الاستثمار الذي سيتبناه العميل؟

أ. زيادة المخاطر لتعظيم المبالغ المتاحة عند التقاعد
ب. زيادة التركيز على الاستثمارات طويلة الأجل
ج. الانتقال التدريجي للاستثمارات إلى منتجات أكثر أماناً
د. إدخال المزيد من الاستثمارات الموجّهة نحو النموّ

٧٢. بأيّ طريقة قد يؤثر العمر على موقف المستثمر من المخاطرة؟

أ. الأشخاص الأكبر سنًا أكثر ارتياحًا حيال التقلبات، فلديهم سنوات عديدة من الخبرة في سوق الأسهم
ب. كبار السن أكثر قدرة على قبول خسائر الاستثمار بسبب آفاق الاستثمار الأطول
ج. عند التقاعد، يكون لدى كبار السن المزيد من الوقت لقضائه في تحليل فرص الاستثمار
د. عند التقاعد، بالكاد يتوفر / يندر وجود بشكل عام المجال لاستبدال خسائر الاستثمار بالأرباح

٧٣. **٧٠٪ من أصول الصندوق مفهرسة لمؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ ويتم إدارة الرصيد بشكل نشط. يُعرف هذا النوع من نهج الاستثمار عادةً باسم:**

أ. إدارة بيتا الذكية
ب. استراتيجية إدارة الاستثمار بالاتجاه السائد في السوق
ج. استراتيجية الإدارة المختلطة
د. استراتيجية إدارة المراجحة القابلة للتحويل

٧٤. **التسليم مقابل السداد هو عندما:**

أ. يتم بيع وشراء الأصول في الوقت الفعلي
ب. يقوم البنك بدور أمين الحفظ لكلّ من البائع والمشتري
ج. يمكن للطرفين استخدام التكنولوجيا نفسها
د. يحدث التبادل المتزامن للأوراق المالية والدفع

٧٥. **يتعلق الأفق الزمني في التخطيط المالي بما يلي:**

أ. العمر المتوقع للعميل
ب. مدة السندات المحتفظ بها ضمن المحفظة الاستثمارية
ج. طول العلاقة المتوقعة مع العميل
د. طول الفترة الزمنية التي يمكن للعميل الاستثمار فيها

٧٦. **إذا كان زوج اليورو/ الدولار الأمريكي مسعّراً بـِ ١,١٦٤٠/٦٠، وكنت ترغب في شراء ١٠٠,٠٠٠ يورو، فما هو عدد الدولارات التي تحتاج إلى تسليمه؟**

أ. ٨٥,٧٦٣ دولار أمريكي
ب. ٨٥,٩١٠ دولار أمريكي
ج. ١١٦,٤٠٠ دولار أمريكي
د. ١١٦,٦٠٠ دولار أمريكي

٧٧. **بماذا تعنى اتفاقيات تجنّب الازدواج الضريبي؟**

أ. قرارات الشركة
ب. إدارة الصندوق
ج. تسوية التجارة عبر الحدود
د. فرض الضرائب على دخل الاستثمار

٧٨. **قرّر مدير الصندوق أن يعتمد نهجاً "مختلطاً" لاستراتيجيته الاستثمارية. وتتسم هذه الاستراتيجية بشكل رئيسي بأنّها تجمع بين:**

أ. التحليل الأساسي مع التحليل الفني
ب. الإدارة النشطة مع الإدارة السلبية
ج. أهداف قصيرة المدى مع أهداف طويلة المدى
د. تركيز تصاعدي مع تركيز تنازلي

٧٩. **يقول عميلك إنّه مستثمر حذر ولا يريد المخاطرة بأيّ خسارة في رأس المال في أيّ وقت. بناءً على هذه المعلومات فقط، ما هي المحفظة الأنسب له؟**

أ. ١٠٠٪ نقداً
ب. ٢٠٪ نقداً / ٦٠٪ سندات / ٢٠٪ أسهم
ج. ٢٥٪ نقداً / ٦٥٪ سندات / ١٠٪ أسهم
د. ٣٠٪ نقداً / ٦٥٪ سندات / ٥٪ أسهم

٨٠. أيّ مما يلي يُعد سمة من سمات الأسواق المحكومة بالعرض والطلب؟

أ. صناع السوق ملزمون بتقديم أسعار ثنائية الاتجاه على الأقل للحد الأدنى لحجم التسعير
ب. يتم استلام الطلبات وإجراؤها عبر الهاتف
ج. يتم عرض التسعيرات طوال فترة التسعير الإلزامية
د- تتم مطابقة الطلبات من المشترين والبائعين وتنفيذها تلقائياً

٨١. إذا قام المتداول بالتعامل استنادًا إلى معلومات داخلية، فمن المحتمل أن يصنف هذا النوع من السلوك على النحو التالي:

أ. إفصاح غير المشروع
ب. إساءة استخدام المعلومات
ج. نشر معلومات خاطئة
د. تداول بناء على معلومات داخلية

٨٢. كيف يتم تقديم طلبات الاسترداد للضريبة المقتطعة؟

أ. يجب استرداد الضريبة في بلد موطن المستثمر
ب. يتم تقديم المطالبات الضريبية تلقائياً بموجب معاهدات تجنّب الازدواج الضريبي
ج. تتم عمليات استرداد الضرائب في بلد المُصدر
د. يخضع توقيت المطالبات الضريبية للمعايير العالمية

٨٣. لدى عميلك ١٠٠,٠٠٠ دولار للاستثمار ويحتاج إلى الحصول على مبلغ تقاعد قدره ٢٠٠,٠٠٠ دولار. إذا كان معدل العائد السنوي المتوقع ٥٪، كم من الوقت سيستغرق وصول المال إلى القيمة المستهدفة؟

أ. ١٠ سنوات
ب. ٢٠ سنة
ج. ١٤ سنة
د. ١٦ سنة

٨٤. أفضل طريقة لتحقيق التنويع هي الجمع بين الأوراق المالية التي تكون عوائدها:

أ. مرتبطة بشكل إيجابي قدر الإمكان
ب. مرتبطة بشكل سلبي قدر الإمكان
ج. لديها انحرافات معيارية مماثلة
د. لديها انحرافات معيارية مختلفة على نطاق واسع

٨٥. أيّ من المشاركين التاليين في السوق يعمل كوكيل عند تنفيذ الصفقات للعملاء؟

أ. الوسيط
ب. التاجر
ج. صانع السوق
د. الأصيل

٨٦. كيف يتم التعامل مع الفوائد المُستحقة على استثمار السندات لأغراض ضريبية؟

أ. ضريبة الدخل
ب. ضريبة الأرباح الرأسمالية
ج. ضريبة الشركات
د. ضريبة التركات

٨٧. أيّ من المعلومات التالية، التي تم إنشاؤها أثناء اجتماع لتقصي الحقائق مع عميل يسعى للحصول على مشورة استثمارية، يمكن اعتبارها "حقائق مرنة" أو عوامل ذاتية؟

أ. العمر والمهنة والمكاسب المحتملة للعميل والشريك
ب. الحاجة إلى أن يكون لدى العميل أموال لدفع تكاليف التعليم الجامعي للطفل أو رعاية الوالدين المسنين
ج. تجربته في أسواق الاستثمار وتقلباتها
د. المبالغ المستحقة على القروض والبطاقات الائتمانية والتاريخ المخطط لسداد الرهن

٨٨. إذا انخفض سعر السهم، فأيّ مما يلي يكون صحيحاً؟

أ. ترتفع نسبة السعر إلى العائد؛ وينخفض عائد توزيعات الأرباح
ب. تنخفض نسبة السعر إلى العائد؛ ويرتفع عائد توزيعات الأرباح
ج. ترتفع نسبة السعر إلى العائد؛ ويرتفع عائد توزيعات الأرباح
د. تنخفض نسبة السعر إلى العائد؛ وينخفض عائد توزيعات الأرباح

٨٩. أيُّ عبارة من العبارات الآتية تتعلّق بالصيغة الضعيفة لفرضية كفاءة السوق؟

أ. جميع المعلومات المتاحة، العامة منها والخاصة، تنعكس بالكامل في أسعار الأوراق الماليّة
ب. تعكس أسعار الأوراق الماليّة جميع معلومات التداول السابقة
ج. تعكس أسعار الأوراق الماليّة جميع المعلومات المتوافرة علنًا
د. يمكن التنبؤ بأسعار الأوراق الماليّة المستقبليّة بناءً على التحليل الفني

٩٠. أيّ من أنواع بوليصة التأمين التالية يحتوي على عنصر استثماري مهم؟

أ. تأمين مؤقت لأجَل
ب. تأمين متزايد المدة
ج. تأمين من دون الاشتراك في الأرباح
د. تأمين مرتبط بوحدات الصناديق الاستثمارية

٩١. أيّ عنصر في مستوى المخاطرة الخاص بالعميل هو موضوعي أكثر من ذاتي؟

أ. درجة تحمّل المخاطرة
ب. تصوّر المخاطرة
ج. الموقف من المخاطرة
د. القدرة على تحمّل المخاطرة

٩٢. يشير عائد مدة الاحتفاظ بالسند إلى أيّ مما يلي؟

أ. الربح أو الخسارة المطلقة على ورقة مالية
ب. الجمع بين توزيعات الأرباح ونموّ رأس المال
ج. زيادة توزيعات الأرباح المدفوعة من قبل الشركات
د. إجمالي توزيعات الأرباح قبل الضريبة

٩٣. خلال استشارة مطوّلة، يعبّر العميل عن حاجته إلى سيولة عالية مرتبطة بمقياس زمني قصير للاستثمار. أيّ من المنتجات التالية من المحتمل أن يكون الأكثر ملاءمة؟

أ. السندات قصيرة الأجل
ب. الصناديق المتداولة في البورصة
ج. الأسهم
د. صناديق استثمار رأس المال المجزأة

٩٤. ما هي تقنية إدارة الاستثمار المعروفة بالتحصين؟

أ. استراتيجية السندات النشطة
ب. استراتيجية السندات السلبية
ج. استراتيجية الأسهم النشطة
د. استراتيجية الأسهم السلبية

٩٥. في أيّ ظرف يمكن استخدام (الثقة العمياء)؟

أ. من قبل الأجداد الذين يسعون إلى حماية الأصول من الضياع من قبل حفيد غير مسؤول مالياً
ب. من أجل تأسيس صندوق خيري لقضايا محلية
ج. من قبل الآباء الذين يسعون إلى اتخاذ الترتيبات اللازمة لإعالة طفل غير قادر على رعاية شؤونه الخاصة
د. من قبل الأشخاص المعروفين الذين يحتاجون إلى تجنّب الاتهامات بتضارب المصالح

٩٦. أي من العبارات التالية المتعلّقة بنظرية المحفظة الحديثة صحيحة؟

أ. المخاطر المنتظمة هي المخاطر المرتبطة بسهم معين
ب. يمكن تقليل المخاطر غير المنتظمة من خلال التنويع
ج. المخاطر الشاملة هي مخاطر السوق التي لا يمكن الحد منها بالتنويع
د. يمكن تحقيق التنويع من خلال الاستثمار في ما لا يزيد عن ٣٠-٤٠ سهمًا

٩٧. عند تقييم استعداد العميل لتحمل المخاطر، أيّ مما يلي يُعتبر عاملاً موضوعيًا؟

أ. المرحلة العمرية
ب. الشخصيّة والطباع
ج. مستوى المعرفة بالأمور المالية
د. التجارب السابقة

٩٨. في أي حالة يمكن استخدام التوكيل الرسمي؟

أ. تعيين أمين
ب. الإفلاس
ج. إنشاء شراكة
د. إدارة شؤون شخص ما

٩٩. العميل أ هو عضو في نظام معاشات شركة مساهمة والعميل ب هو عضو في نظام غير قائم على المساهمات. أيّ مما يلي هو الاختلاف الرئيس بين البرنامجين؟

أ. سيعتمد المعاش التقاعدي النهائي للعميل "أ" على الأداء الاستثماري للصندوق
ب. سيدفع مخطط العميل "ب" مستوى دخل مضمون عند التقاعد
ج. سيتعين على العميل "أ" تمويل التكلفة الكاملة لمعاشه التقاعدي
د. سيقوم صاحب عمل العميل "ب" بتمويل التكلفة الكاملة لمعاشه التقاعدي

١٠٠. ما هي المكونات الثلاثة لدرجات قدرة العميل على تحمّل المخاطر؟

أ. تحمّل المخاطر وإدراك المخاطر وتجنبها
ب. تحمّل المخاطر وإدراك المخاطر والقدرة على تحمّلها
ج. الموقف من المخاطرة وإدراك المخاطر وتجنبها
د. الموقف من المخاطرة وإدراك المخاطر وتحمّل المخاطر

إجابات الأسئلة متعددة الخيارات

١. أ الفصل ٦، القسم ٤-٤

معامل بيتا (β) هو مقياس لمتوسّط الحساسية التاريخية لعوائد الصندوق مقارنة بالسوق الأوسع: تشير قيمة معامل بيتا التي تتراوح بين ٠ و١ إلى أن الورقة المالية تنطوي على مخاطر أقل، لذلك من المتوقع أن تتحرك في نفس اتجاه السوق، ولكن بمقدار أقل.

٢. د الفصل ٨، القسم ٣-١-٢

يمكن لأيِّ فرد يتمتَّع بكامل قواه العقلية أن ينشئ توكيلًا رسميًا ما دام حيّاً، ويعيِّن شخصًا آخر للقيام بأنشطة معيَّنة. لكنه بمجرد أن يفقد أهليته العقلية، فإنه يفقد السلطة المخوَّلة له التصرف في شؤونه، وسيضطر الشخص الآخر إلى التقدُّم بطلبٍ إلى المحكمة كي تعيِّنه للتصرُّف بصفة وكيل.

٣. ب الفصل ٥، القسم ١-٧

الموقف التوسعي للسياسة المالية يتضمن زيادة الحكومة للإنفاق الحكومي لتحفيز النشاط الاقتصادي، وتمويل هذا من خلال الاقتراض وهو ما يخلق عجزاً أكبر في الميزانية.

٤. أ الفصل ٤، القسم ١-٢-٣

صدرت التوجيهات المتعلقة بصناديق تعهّدات الاستِثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل (UCITS) بهدف وضع إطار لمبيعات صناديق الاستثمار عبر الحدود في جميع أنحاء الاتحاد الأوروبي. وبفضلها تتوفر إمكانية بيع أي صندوق استثمار في جميع أنحاء الاتحاد الأوروبي، شريطة أن يستوفيَ الشروطَ المنصوص عليها في اللوائح المطبَّقة في بلده الأم.

٥. ج الفصل ٨، القسم ٢-٥-٥

بالنسبة إلى التأمين على الأشخاص الرئيسين، تقوم الشركة بالتأمين على نفسها ضد الخسائر المالية التي قد تتكبَّدها في حال تعرّض أحد الموظفين الذين يتمتعون بالمهارة أو المعرفة أو الخبرة أو المهارات القيادية التي تساهم في النجاح المالي المستمر للشركة إلى الوفاة أو الإصابة بمرض خطير والذي من شأنه أن يفضي إلى خسارتها مالياً.

٦. أ الفصل ٧، القسم ٤-٦-٢

ينشأ تعارض المصالح حين تتعارض المصالح الشخصية أو المهنية لشخص يشغل منصبًا ائتمانيًا مع واجبه في التصرُّف بما يحقِّق المصلحة العليا للعميل. وإنَّ الإفصاح بصراحة عن أيِّ رسوم أو عمولات تترتَّب على تقديم المشورة الاستثمارية يمكن أن يساعد في إزالة هذا التعارض. تزداد أهمية الإفصاح عن المعلومات الجوهرية حين تكون للمستشار أو الشركة مصلحةٌ في قيام العميل بإجراء معاملة محدَّدة.

٧. أ الفصل ٦، القسم ١-٢

في الصيغة القوية من كفاءة السوق القوي، تعكس أسعار الأسهم المعلومات المتاحة بمختلف أشكالها (العامة والخاصة) ولا يستطيع أحد كسب عوائد غير عادية، ما دامت قوانين التعامل مع المعلومات الداخلية تمنع المعلومات المتاحة كافة من الظهور في المجال العام. ومن ثمّ، على هذه القوانين أن تجعل الصيغة القوية للكفاءة مستحيلة، إلا في حالة تجاهلها عالميًا.

٨. ج الفصل ٤، القسم ١-٢-٤

لا يساوي سعر السهم في الشركة الاستثمارية المُغلقة (على سبيل المثال، صناديق الاستثمار) بالضرورة صافي قيمة الأصول. وسوف تُقيّم الشركة المحفظة المدارة بصورةٍ يوميةٍ وتنشر التفاصيل المتعلقة بصافي قيمة الأصول في سوق الأوراق المالية حيث أدرجت الأسهم وحيث يتم تداولها. لكن سعر التداول المحدّد لاحقًا يتوقف على العرض والطلب على الأسهم، وقد يكون أعلى من صافي قيمة الأصول أو أقل منها.

٩. ج الفصل ٨، القسم ١-٣-١

يقدِّم برنامج التقاعد المهني الذي يأخذ صيغة برنامج المستحقات (التعويضات) المحددة للمتقاعد، مبلغ معاش تقاعدي محدد مسبقًا استنادًا إلى معايير محددة. ويتعهّد برنامج المستحقات التقاعدية المحددة بصورة أساسية بمنح الموظَّف مستوى معيَّناً من الدخل عند التقاعد، ويعبَّر عن هذا المقدار عادةً بنسبة مئوية من الراتب النهائي. وفي برنامج المستحقات التقاعدية المحددة، يمكن أن تتوفر لدى العميل درجة معقولة من اليقين حول مقدار الدخل الذي سوف يحصل عليه عند التقاعد، ولذا فإنّ جل همِّ العميل عند مناقشته مع المستشار المالي يتركّز على ما إذا كان هذا الدخل كافياً أم لا، إلى جانب كيفية احتساب أي زيادات سنوية، والضمان الطويل الأجل لصندوق التقاعد.

يعد الأداء الاستثماري أكثر أهمية بالنسبة إلى برامج المساهمات التقاعدية المحددة.

١٠. د الفصل ٢، القسم ٢-١-٣

التمويه هو المرحلة الثانية من العملية ويتضمن تحريك الأموال بين عددٍ من الحسابات المصرفيّة، ما يجعل ربط الأموال المودعة مع المستفيد النهائي من المال أمرًا صعبًا على السلطات المختصّة. وقد ينطوي تمويه المصدر الأصلي للأموال على عمليات بيع العملات الأجنبية أو الأسهم أو السندات وشرائها.

١١. ج الفصل ٣، القسم ٣-٤-١

العائد الثابت = القسيمة/ سعر السند الصافي = ١٨٠ / ٣٦٠٠ = ٠,٠٥ أو ٥٪

١٢. ج الفصل ٣، القسم ٣-٥-١

توجد علاقة عكسيّة بين أسعار الفائدة وأسعار السندات؛ فإذا ارتفعت أسعار الفائدة، انخفضت أسعار السندات، وإذا انخفضت أسعار الفائدة، ارتفعت أسعار السندات.

١٣. ب الفصل ٧، القسم ١-١

إن الدافع وراء تصنيف العملاء في فئات مختلفة هو حماية المستثمرين العاديين ممن قد لا يملكون المعرفة والخبرة الكافيتين لإجراء تقييم مناسب لمدى ملاءمة المنتج الاستثماري لحاجاتهم.

١٤. ب الفصل ٥، القسم ٣-١-١

التحول المتوازي في منحنى الطلب يحدث إذا هبط الطلب على المنتَج. ومن المتوقع أن يؤدي انخفاض دخل المستهلك إلى هبوط في الطلب على السلع العادية ويؤدي إلى انتقال منحنى الطلب باتجاه اليسار.

١٥. د الفصل ٧، القسم ٢-٢

في هذه المرحلة من حياة المستثمر، يكون مهتمّاً على الأرجح بضمان العوائد لتمويل تكاليف الحياة بعد التقاعد، يُعد تخصيص بنسبة ٥٠:٥٠ بين النقد والسندات متوافقًا مع ذلك ومع استعداد المستثمر للمخاطرة وقدرته على تحمل الخسارة.

١٦. د الفصل ٣، القسم ٦-٢-٢

خيار الشراء يمنح للمشتري الحق في شراء الأصل بسعر التنفيذ، إذا اختار ذلك. ويجب على البائع الالتزام بالتسليم إذا اختار المشتري ممارسة الخيار.

١٧. د الفصل ٥، القسم ٤-١-٢

المدى هو الفرق بين أكبر القيم وأقل القيم في مجموعة البيانات. في هذه الحالة يكون المدى: ١٣,٢٪ – (-٣,٥٪) = ١٦,٧٪

١٨. ب الفصل ٥، القسم ٧-٣-٤

في العادة، يشير مستوى زد سكور الذي يبلغ ١.٨ أو أقل إلى أن الشركة تعاني من ضائقة مالية، وهناك احتمال كبير لإفلاسها؛ وتشمل إشارات الخطر الأخرى زيادة استخدام الأصول المؤجرة والإفراط في الاعتماد على عميل واحد. وإذا كان مستوى زد سكور سلبياً، فهذا يعني أن إفلاس الشركة بات وشيكاً.

١٩. أ الفصل ٤، القسم ١-١

إن أحد الدوافع للاستثمار المشترك هو توفر إمكانية الوصول إلى مهارات الاستثمار لمدير الصندوق. يُتابع مدراء الصناديق الفاعلون الأسواق التي يستثمرون فيها عن كثبٍ ويتأمَّلون بعنايةٍ قبل عمليّة الشراء وما إذا كانوا سيحتفظون بالاستثمارات التي يختارونها أم سيبيعونها. ويترتب على ذلك أن المستثمرين لا يملكون أي سيطرة على الاستثمارات في الصندوق الذي يستثمرون به.

٢٠. ج الفصل ٣، القسم ٢

الصفقات التجارية الفورية عبارة عن معاملات صرف مباشرة تجري تسويتها في غضون يومي عمل (أيّ، تي+٢).

٢١. ب الفصل ٦، القسم ٥-٢-٣

يزيل معدل العائد المرجّح بالزمن (Time-Weighted Rate of Return TWRR) تأثير التدفقات النقدية على العملية الحسابية لمعدل العائد عن طريق تقسيم المدة الزمنية للاستثمار إلى مجموعة من الفترات الفرعية. تبدأ فترة جديدة من هذه الفترات الفرعية كلما سُجلت حركة لرأس المال إلى داخل الصندوق أو خارجه. ومباشرة قبل هذه النقطة، يجب الحصول على تقييم المحفظة للتأكد من أن معدل العائد ليس مشوّهاً بسبب حجم التدفقات النقدية وتوقيتها. يتم احتساب معدل العائد المرجّح بالزمن (TWRR) بواسطة تركيب معدل العائد لكل مدة فرعية فردية، مع تطبيق وزن متساوٍ لكل فترة فرعية في العملية.

٢٢. ب الفصل ٥، القسم ٧-٢-١

يصف الرفع المالي للشركة (ويسمى أحياناً الرافعة المالية) هيكل رأس مال هذه الشركة، أو نسبة المديونية إلى رأس المال الذي تملكه وتقوم باستثماره.

٢٣. ب الفصل ٥، القسم ٤-٢-٢

يقيس معامل الارتباط العلاقة بين حركة العوائد الناتجة من أصلين اثنين مختلفين بمرور الوقت ويدرّج على مقياس من ١+ (ارتباط إيجابي تام) إلى -١ (ارتباط سلبي تام). عندما لا توجد حركة مشتركة يمكن التنبؤ بها بين عوائد الأوراق المالية (أي أنها تميل إلى التحرك بشكل مستقل عن بعضها بعضاً)، فيقال إن هناك ارتباطًا صفريًا أو غير كامل؛ وكلما اقترب الارتباط من الصفر، كانت العلاقة أضعف.

٢٤. أ الفصل ٧، القسم ٤-٧

بموجب طريقة الإعفاء عند المصدر، يمكن خصم الضريبة المقتطعة وفق معدل مخفَّض، بدلاً من معدل الضريبة المحلي العادي وذلك باتخاذ الترتيبات المناسبة في ذلك البلد والحصول على الوثائق اللازمة ضمن معاهدات منع الازدواج الضريبي.

٢٥. ب الفصل ٦، القسم ٣-١

وفقاً لنظرية تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset pricing Model CAPM)، إنّ العائد المتوقّع على المحفظة أو الورقة المالية يساوي معدل العائد على الورقة المالية الخالية من المخاطر بالإضافة إلى علاوة المخاطرة، وإذا كان العائد المتوقع لا يوازي هذا العائد المطلوب أو يزيد عليه، لا ينبغي للمستثمر عندئذٍ الدخول في الاستثمار.

٢٦. د الفصل ٣، القسم ٤-٢

يمكن لصناديق العقارات أن تستخدم معدلات من الرفع المالي تتراوح ما بين ٠٪ إلى ٩٠٪ مع أنّ العديد من الصناديق تستخدم نسبة محدودة تتراوح بين ٥٠٪ و٧٠٪.

٢٧. أ الفصل ٦، القسم ١-١

المخاطر المنتظمة هي مخاطر السوق التي لا يمكن الحدّ منها بالتنويع، لهذا، يُشار إليها أيضًا بالمخاطر غير القابلة للتنويع أو مخاطر السوق.

٢٨. ب الفصل ٣، القسم ١-٤

يفتقر الاستثمار العقاري المباشر إلى السيولة بسبب عدم توفر العقار للتداول مباشرة.

٢٩. ج الفصل ٢، القسم ٢-٢

تتضمن الأدوات المالية المشمولة بتشريعات التداول بناءً على أسرار الشركة عمومًا السندات (الصادرة عن شركة أو هيئة من هيئات القطاع العام)، ولا يشمل عادةً تعريف الأوراق المالية السلع ومشتقات السلع الأساسية (مثل عقود الخيار والعقود المستقبلية على المنتجات الزراعية أو المعادن أو منتجات الطاقة)، أو الوحدات/الأسهم في الصناديق المشتركة.

٣٠. أ الفصل ٣، القسم ١-٣

يحتوي صندوق سوق النقد على الأوراق المالية القصيرة الأجل التي ينبغي أن يكون تذبذب عوائدها منخفضاً نسبياً.

٣١. أ الفصل ٥، القسم ٦

ينطوي التحليل الأساسي على التحليل المالي للقوائم المالية المنشورة لشركة ما، بالإضافة إلى دراسة إدارتها والأسواق التي تعمل فيها ومركزها التنافسي. يسعى التحليل الفني أيضاً إلى تقييم الشركة، لكنه بدلاً من تحليل القيمة الحقيقية وآفاق نجاح الشركة، فإنه يستخدم البيانات التاريخية عن السعر وحجم التداول من أجل التنبؤ بحركة سعر الورقة المالية أو السوق في المستقبل.

يستخدم التحليل الفني الرسوم البيانية لحركات الأسعار بالإضافة إلى المؤشرات الفنية ومؤشرات التذبذب لتحديد الأنماط التي يمكن أن توحي بتحركات الأسعار في المستقبل.

٣٢. د الفصل ٥، القسم ١-٤-٤

يؤدي تراجع في القيمة الاسمية للعملة إلى ازدياد الفائض التجاري أو خفض العجز التجاري؛ إذ يعزّز ذلك القدرة التنافسية للصادرات.

٣٣. ب الفصل ٧، القسم ٢

تتمتّع السندات الحكومية بمعدل أقلّ من التذبذب مقارنة بالأصول الأخرى المذكورة في السؤال، وبذلك فإنها أكثر ملاءمة للمستثمر الذي تكون درجة استعداده للمخاطرة منخفضة.

٣٤. أ الفصل ٥، القسم ٥-٣

القيمة الحالية (PV) (من اليسار إلى اليمين):

$$PV = FV / (1 + r/i)^{n \times i}$$

حيث FV هي القيمة المستقبلية، r هو معدل الفائدة، n هو عدد السنوات، وi هو عدد الفترات الزمنية خلال العام. في هذه الحال:

$$PV = ١٥,٠٠٠ / (١ + ٢/٠,٠٦)^{١١ \times ٢} = ١٥,٠٠٠ / ١,٠٣٢٢ = \$٧,٨٢٨ \text{ (بعد التقريب لأقرب دولار)}$$

٣٥. أ الفصل ٢، القسم ٢-٣

التلاعب بالتداول هو نوع من أنواع التلاعب بالسوق. وينطوي على التداول أو إصدار الأوامر بالتداول التي تعطي انطباعًا خاطئًا أو مضللاً عن العرض أو الطلب على استثمار أو أكثر، مما يؤدّي إلى رفع أو خفض سعر هذا الاستثمار إلى مستوى غير طبيعي أو مُصطنع.

٣٦. د الفصل ٦، القسم ٢-١-١

تُستخدَم الإدارة السلبية في صناديق الاستثمار المشترك التي توصَف بأنّها صناديق تحاكي المؤشّرات. إنّ محاكاة الصندوق للمؤشّر (indexation) تتطلّب بناء محفظة تقوم بتتبع أو محاكاة أداء مؤشّر معروف من مؤشرات الأسهم.

٣٧. ب الفصل ٢، القسم ٢-١-٤

الأشخاص السياسيون ممثلي المخاطر هم الأفراد الذين يحتاجون إلى تدقيقٍ متزايد لأنهم يشغلون، أو قد شغلوا فيما مضى، مناصب تتطلب الحفاظ على الأمانة العامة، مثل المسؤولين الحكوميين، وكبار المدراء التنفيذيين العاملين في الشركات الحكومية، والسياسيين، ومسؤولي الأحزاب السياسية، وخلافه، بالإضافة إلى أسرهم وأقاربهم. وفي مثل هذه الحالات التي تتزايد فيها المخاطر، لا بد من تطبيق إجراءات التحقق من هوية العميل المشددة (Enhanced Due Diligence - EDD) بما يتناسب مع حجم المخاطر.

٣٨. ج الفصل ٥، القسم ٢-٥ و٣-٥

عند قسمة $٢٠,٠٠٠ على ٠,٠٥ (أي ٥٪)، وضرب الناتج في ١٠٠، نجد أنها سوف تحتاج إلى مبلغ مقطوع قيمته حوالي $٤٠٠,٠٠٠. ولتعديل هذا المبلغ في ضوء معدل التضخم، نضرب هذا الرقم في (١+٠,٠٤)^{١٠} وبذلك نحصل على المبلغ الإجمالي اللازم المعدّل في ضوء التضخم وقيمته $٥٩٢,٠٠٠.

٣٩. ج الفصل ٤، القسم ١-٣

عند الاستثمار في صندوق مرتبط بالمؤشرات، من المهم أن نفهم خطأ المحاكاة. ينشأ خطأ المحاكاة من الأداء الضعيف أو المتفوق للمؤشر الذي تجري محاكاته. ولا تشيرُ قيمة مرتفعة في خطأ المحاكاة في الصندوق سوى إلى مقدار الانحراف عن المؤشر الذي يحاكيه الصندوق وبالتالي، يجب أن تترافق بأداء أعلى من أداء المؤشر. يُلاحظ أنه سيكون هناك دائمًا عنصر خطأ في المحاكاة بين المحفظة "الحية" والمؤشر الذي تهدف إلى محاكاته، بسبب التكاليف الفعلية المترتبة على تشغيل المحفظة الحية (على سبيل المثال، رسوم الإدارة وتكاليف التعامل).

٤٠. أ الفصل ٥، القسم ١-٢

يقيس الناتج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Product GDP) القيمة السوقية الكُلّيّة لجميع السلع والخدمات النهائية المنتجة محلياً خلال سنة تقويمية واحدة. ويُقصد بالقيمة السوقية قيمة المخرجات بالأسعار الجارية مُتضمّنة الضرائب غير المباشرة، مثل ضريبة القيمة المضافة. وبعبارة أخرى، فإن الناتج المحلي الإجمالي هو مقياس للمخرج النهائي لاقتصاد دولة ما، في حين يُعرّف المخرج النهائي على أنه قيم السلع والخدمات التي يشتريها المستخدم النهائي. وبالتالي، فهو يقدّمُ مؤشراً لمستوى النشاط الاقتصادي الجاري ضمن بلد ما.

٤١. ب الفصل ٨، القسم ٣-٢-١

الواهب (المانح) هو الشخص الذي يُنشئ الصندوق وينقل ملكية أصوله إلى الأمناء. يحتفظ الأمناء بالأصول بعد نقل ملكيتها إليهم، ويديرونها وفقًا لشروط الصندوق ولصالح المستفيدين.

٤٢. أ الفصل ٥، القسم ٧-٤-٢

نسبة السعر إلى الربحية العالية عند مقارنتها بالمتوسط في قطاعها تعكس آمال المستثمرين بأن الشركة سوف تحقق نمواً فوق المتوسط.

٤٣. ب الفصل ٨، القسم ٢-٤-٣

التأمين المؤقَّت (أو التأمين لأجل مسمًّى) نوع من بوالص التأمين التي تدفع مبلغاً مقطوعاً في حال حدوث الوفاة ضمن مدّة زمنية محدَّدة. التأمين المؤقت لا يتضمّن عنصراً استثمارياً لذلك فإن موقف العميل من المخاطر ليس له علاقة بالأمر.

٤٤. د الفصل ٦، القسم ٥-٣

لو كان الصندوق قد استُثمر بما يتماشى مع المؤشّر المعياري (أي بنسبة ٥٠٪ في الأسهم و٥٠٪ في السندات)، لكان كل عنصر من عناصر المحفظة قد قُدِّر بقيمة ٥,٢٥ مليون دولار في بداية العام. وفي نهاية العام، كانت القيمة ستصبح: (٥,٢٥مليون دولار × (١ + ٠,٠٧)) + (٥,٢٥ مليون دولار × (١ + ٠,٠٥)) = ١١,١٣ مليون دولار.

ومع ذلك، بلغت القيمة الفعلية للصندوق ١١,٨ مليون دولار، مما يعني أن الصندوق تفوّق على المؤشر المعياري بمقدار ٠,٦٧ مليون دولار (أي ١١,٨ مليون دولار - ١١,١٣ مليون دولار)

٤٥. د الفصل ٥، القسم ١-٣

التسلسل الطبيعي لأي دورةٍ اقتصاديّة يكون كالآتي: الانتعاش، التسارع، الازدهار، التباطؤ، الركود.

٤٦. ج الفصل ٦، القسم ٥-٤

تقيس نسبة شارب عدد وحدات العائد الزائدة التي يمكن للمستثمر تحقيقها على معدل العائد الخالي من المخاطر لكل وحدة من المخاطر التي يتحملها. وكلما ارتفعت نسبة شارب، كان أداء الاستثمار المعدل حسب المخاطر أفضل.

٤٧. ب الفصل ٤، القسم ١-٢-١

تغطي نسبة الرسوم الجارية (OCF) التكاليف والنفقات المتعلقة بتشغيل الصندوق، مثل عمولات التداول ورسوم التدقيق ورسوم الوصاية. ويمكن أيضًا الكشف عن هذه التكاليف للمستثمرين من خلال طريقة أخرى وهي نسبة النفقات الإجمالية (TER)

٤٨. أ الفصل ٧، القسم ٧-٤

إذا كان المستثمرُ يملك أسهمًا في شركات خارجية، فإنه سيتلقَّى أرباح أسهم موزَّعة اقتُطعت منها الضريبة قبل السداد. تُعرف هذه الضريبة باسم «الضريبة المقتطعة»، وتخصم عادةً من المصدر من قِبل الشركة المُصدرة للأسهم أو وكيلها المكلَّف بالدفع. لمعالجة مسألة الازدواج الضريبي على الدخل من أرباح الأسهم أو الفوائد، تدخل الحكومات في اتفاقيات تُعرف بمعاهدات منع الازدواج الضريبي (أو اتفاقيات تجنُّب الازدواج الضريبي) للاتفاق على كيفية التعامل مع أيٍّ مدفوعات.

٤٩. ج الفصل ٣، القسم ٦-٢-٣

يكون خيار الشراء مربحًا عندما يكون سعر ممارسة الخيار أدنى من السعر الحالي للأصل محل التعاقد.

٥٠. د الفصل ٨، القسم ٢-٤-٢

يستخرج الأفراد بوالص التأمين مدى الحياة في الغالب ليس لمجرد الحصول على المبلغ المؤمَّن عليه فحسب، بل تشترى هذه البوالص غالباً بوصفها جزءاً من استثمار التخطيط للحماية وذلك لتوفير مبلغ مقطوع في حالة الوفاة بحيث يمكن أن يُستخدم في دفع أصل القرض العقاري المضمون ببوليصة تأمين لأجل مسمّى أو لتوفير الأرصدة اللازمة للمساعدة في سداد ضريبة التركات. (على سبيل المثال، ضريبة الميراث (IHT)). وهكذا يمكن لها أن تخدم غرضين اثنين: الحماية، والاستثمار.

٥١. د الفصل ١، القسم ١-١

توفر أنظمة الدفع والخدمات المصرفية التي يتمّ تشغيلها ضمن قطاع الخدمات المالية آليات عملية لإدارة الأموال وتحويلها واستلامها بسرعة وبصورة موثوقة. تُمكّن منصة سويفت (SWIFT) أعضاءها من تبادل المعلومات المالية على نحوٍ آمن وموثوق، وبذلك تقوم بتوحيد المعاملات المالية الدولية.

٥٢. أ الفصل ٨، القسم ٢-٤-٢

بوالص التأمين من دون الاشتراك في الأرباح (Non-profit)، التي تشمل مبلغاً مضموناً من المال فقط، حيث يتم اختيار المبلغ المؤمّن عليه منذ البداية ويكون مبلغاً ثابتاً.

٥٣. أ الفصل ٢، القسم ٢-١-٢

تُلزم القواعد التنظيمية المتعلقة بمكافحة غسل الأموال الشركات بتقديم التدريب المناسب لموظّفيها لإطلاعهم على القواعد التنظيمية وآليّات التعرف على المعاملات المشبوهة والتعامل معها. يُعد مسؤول الإبلاغ عن غسل الأموال (Money Laundering Reporting Officer - MLRO) الشخص المسؤول عن الإشراف على برنامج مكافحة غسل الأموال في الشركة والأنشطة المرتبطة به. وهو مسؤول عن تلقّي تقارير الأنشطة المشبوهة من أي موظف في العمل، النظر في جميع التقارير، وتقديم تقارير عن أي نشاط أو معاملة مشبوهة إلى هيئة إنفاذ القانون المناسبة.

٥٤. د الفصل ٤، القسم ١-٣

أحد أنواع الصناديق المرتبطة بالمؤشرات هو صناديق بيتا الذكية "Smart Beta". فبدلًا من محاكاة مؤشر واحد فقط، تأخذ هذه الصناديق في الاعتبار عوامل أخرى، مثل التذبذب أو الاتجاه السائد، عند استحداث المؤشر الذي ستتعقّبه.

٥٥. أ الفصل ٣، القسم ٣-٥

إن أبرز المخاطر الرئيسة المرتبطة بالاستثمار في السندات هي: مخاطر التخلُّف عن السداد (أي مخاطر عدم سداد دفعات الفائدة وأصل السند)، ومخاطر السوق (أي مخاطر أن توثِّر تقلّبات أسعار الفائدة تأثيرًا كبيرًا في قيمة السندات).

٥٦. د الفصل ٥، القسم ١-٤

يمثِّل الميزان التجاري غير الملموس (الخدمي) الفرقَ بين قيمة الخدمات المُستوردة والمُصدّرة. يُعرف "أ" باسم حساب رأس المال، و"ب" هو الميزان التجاري الملموس ، أما "ج" فهو الحساب الجاري للبلد.

٥٧. د الفصل ٤، القسم ١-٣

تنطوي المحاكاة التركيبية على دخول مدراء الصناديق في اتّفاق مبادلة مع طرف آخر أو مجموعة من الأطراف الأخرى. يوافق المدير على دفع العائد من سلّة محدّدة مسبقًا من الأوراق المالية لمحرِّر عقد المبادلة مقابل الحصول على عائد المؤشر. الميزة الرئيسية للمحاكاة التركيبية تكمن في تقليل أخطاء المحاكاة وخفض التكاليف، ولكن مع وجود جانب سلبي يتمثل في مخاطر الطرف النظير.

٥٨. د الفصل ٦، القسم ٤-٤

يتوقع المنظمون من الشركات ضمان أن تكون توصياتها مناسبة وملائمة لعملائها. قد يكون السهم الذي لديه معامل بيتا مرتفع غير مناسب للمستثمر الذي لا يرغب في تحمل مخاطر عالية، في حين أنّ معامل بيتا الذي يتصرف وفقاً لتحركات السوق أو بشكل دفاعي قد يكون أكثر ملاءمة.

٥٩. أ الفصل ١، القسم ١-١-١

يسمح قطاع الخدمات المالية بإدارة المخاطر الأخرى بفعالية وكفاءة باستخدام التأمين والمشتقات التي تتطوّر وتزداد تعقيداً بصورة متزايدة، وذلك بهدف التخفيف من التعرّض لمخاطر معيّنة أو التنبّؤ ببعض الحوادث (المتوقعة أو غير المتوقعة).

٦٠. ج الفصل ٤، القسم ١-٢-٣

شركة الإيداع مسؤولة عن تولّي استثمار الصندوق، ورعاية الاستثمارات نيابةً عن حملة أسهم الصندوق، والإشراف على أنشطة مدير الشركة المفوّض.

٦١. د الفصل ٨، القسم ١-٣-١

يقدِّم برنامج التقاعد المهني الذي يأخذ صيغة برنامج المستحقات (التعويضات) المحددة للمتقاعد، مبلغ معاش تقاعدي محدد مسبقًا استنادًا إلى معايير محددة. وهناك نوعان: صيغة الراتب النهائي، حيث يرتبط المعاش التقاعدي المستلم بعدد سنوات الخدمة والراتب النهائي للفرد؛ وصيغة متوسط المهنة، والتي تحسب المعاش التقاعدي على أساس متوسط الراتب المكتسب طوال مسيرة الفرد المهنية. الإجابات (أ) و(ب) و(ج) جميعها تتعلق ببرامج المساهمات التقاعدية المحددة.

٦٢. أ الفصل ٤، القسم ٢-٢-١

يُمكن للعديد من صناديق التحوّط اقتراض الأموال واستخدام المشتقّات المالية بما قد يعزّز عوائدها.

٦٣. ب الفصل ٣، القسم ٦-١

العقد المستقبلي هو اتفاقية ملزمة قانونيًا مبرمة بين طرفين: مشترٍ وبائع. يتعهّد المشتري بسداد مبلغ محدد مسبقًا مقابل استلام كمية معيّنة من أحد الأصول في تاريخ محدّد في المستقبل. ويتعهّد البائع بتسليم الأصل المتّفق عليه في تاريخ لاحق مقابل الحصول على مبلغ من المال محدد مسبقًا بناءً على السعر المتفق عليه في العقد.

٦٤. د الفصل ٣، القسم ٥-٣-١

تستخدم منصات التداول المحكومة بالتَّسعير صُنّاع السوق من أجل توفير نظام التسعير المزدوج، أي سعر للعرض وآخر للطلب (بيع وشراء) طوال يوم التداول، لا سيّما حين يتعلق الأمر بالأوراق المالية، وبغضّ النظر عن الظروف السائدة في السوق. يحقّق صُنّاع السوق الربح، أو هامش الربح، عبر هذا الفارق بين أسعار البيع والشِراء (spread).

٦٥. ب الفصل ٦، القسم ٢-٢-٣

الفرز السلبي يستبعد عمداً الشركات التي تشارك في أنشطة "غير مرغوبة". بشكل عام، تميل عملية الفرز السلبي إلى تجنب عدد أكبر من الشركات بشكل صريح مقارنة بعملية الفحص الإيجابية.

٦٦. ج الفصل ٨، القسم ٢-٤-٢

يُطبَّق مبدأ منتهى حسن النية على عقود التأمين. وهذا يفرض على الشخص الذي يسعى للحصول على التأمين التزاماً بالإفصاح عن أي معلومات مهمَّة قد تؤثّر على الطريقة التي تستخدمها شركة التأمين للحكم على المخاطر المرتبطة بالعقد الذي تنوي دخوله. وإنّ الفشل في الكشف عن أيّ معلومة مهمّة يمنح شركة التأمين الحق في عدم الدفع في حالة مطالبتها بذلك.

٦٧. ب الفصل ٦، القسم ٢-١-٣

تسعى استراتيجية العائد المُطلق إلى تحقِيق عوائد إيجابية في ظروف السوق المختلفة وذلك باستخدام مجموعة كبيرة من التّقنيات، بما في ذلك البيع على المكشوف، والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات، والمشتقّات الأخرى، إلى جانب المراجحة، والرافعة المالية، والأصول غير التقليدية. وفي حين تتمتع صناديق العائد المطلق بإمكانية التفوق على صناديق الأسهم التقليدية خلال فترات انخفاض السوق، فمن غير المرجح أن تواكب هذه الصناديق أداء صناديق الأسهم التقليدية خلال ارتفاع السوق، إذ يمكن أن تعمل مراكزها القصيرة والتحوطية على إضعاف الأداء.

٦٨. د الفصل ٣، القسم ١-٣

من السمات المميزة لأسواق النقد إصدار الأوراق المالية القابلة للتداول قصيرة الأجل وتداولها واستردادها حيث تصدر بأجل استحقاق يصل عادةً إلى سنة واحدة. ومن هذا المنطلق، يجب أن تحتوي صناديق أسواق النقد على أصول نقدية وأوراق مالية قصيرة الأجل، وبالتالي يجب أن تقدّم مخاطر السيولة الأقلّ إذا احتاج العميل إلى الوصول إلى الأموال.

٦٩. د الفصل ٦، القسم ٥-٤

يمثّل معيار "الحد الأقصى للخسائر" أقصى حدّ للخسارة من أعلى نقطة (ذروة) إلى أدنى قاع ومن ثمّ إلى نقطة الذروة مرة أخرى.

٧٠. ب الفصل ٣، القسم ٢

سيعتمد سعر الصرف الآجل في فترة سنة واحدة على السعر الفوري باستخدام معادلة تعادل سعر الفائدة. المعادلة هي: سعر الصرف الآجل = سعر الصرف الفوري × (١ + سعر العملة المسعرة / ١ + سعر العملة الأساس). لذا، في هذه الحال: سعر الصرف الآجل = $١,٢٥ × (١,٠١٥ / ١,٠١٠) = $١,٢٥٦٢.

٧١. ج الفصل ٨، القسم ١-٣-٣

إستراتيجية تعديل درجة المخاطر الاستثمارية (lifestyling) منهجٌ يقوم على الانتقال تلقائيًا إلى الاستثمار في أصول ذات مخاطر أقل مع اقتراب سنّ التقاعد المستهدف للعميل.

٧٢. د الفصل ٧، القسم ٣

يحدد عمر العميل مرحلة الحياة التي وصل إليها، الأمر الذي قد تكون له آثاره في أي إستراتيجية لتخصيص الأصول. على سبيل المثال، مع تقدم العملاء في السن، فإنهم يكونون أقل استعدادًا بشكل عام لتحمل مخاطر رأس المال، إذ لا يمكنهم بسهولة (أو مطلقاً) تعويض أي أموال يخسرونها من خلال ما يكسبونه من دخل.

٧٣. ج الفصل ٦، القسم ٢-١-٤

يمكن الجمع بين الصناديق التي تحاكي المؤشرات والصناديق المُدارة بفاعلية فيما يُعرَف بإستراتيجية الإدارة المختلطة أو المركز-التوابع (core-satellite management). ويتحقّق ذلك بواسطة ربط نسبة تتراوح بين ٧٠٪ إلى ٨٠٪ من قيمة المحفظة بأحد المؤشرات، وذلك للتقليل من مخاطر تدنّي الأداء عن المستوى المتوقع ('core')، ثمّ صقل ذلك بواسطة استثمار النسبة الباقية في عددٍ من الصناديق المتخصصة المُدارة بنشاط أو الأوراق المالية الفردية (التوابع).

٧٤. د الفصل ٣، القسم ٩-٢-٢

التسوية هي المرحلة الأخيرة من عملية التداول، والطريقة المقبولة بشكل عام هي التسليم مقابل السداد (Delivery versus Payment DvP)، الذي يتطلب التبادل الفوري للأوراق المالية والنقد.

٧٥. د الفصل ٧، القسم ٣-٣

يشير الإطار الزمني إلى المدة المتاحة أمام العميل لاستثمار أمواله. ليس هناك تعريف محدَّد للأطر الزمنية، ولكن يستخدم مصطلح المدى القصير عادةً للإشارة إلى المدة التي تصل إلى خمس سنوات، والمدى المتوسط إلى المدة التي تتراوح من خمس إلى عشر سنوات، والمدى الطويل إلى مدة عشر سنوات أو أكثر. يُعدُّ الإطار الزمني مهمًّا للغاية عند اختيار أنواع الاستثمارات التي قد تكون مناسبة للعميل.

٧٦. د الفصل ٣، القسم ٢

عند تسعير العملات، تُسمَّى العملة الأولى العملة الأساس (base currency)، وتُسمَّى العملة الثانية العملة المُقابلة (counter أو quote currency). وتساوي العملة الأساس دائمًا وحدةً واحدة من تلك العملة. لذا، إذا أردت شراء ١٠٠,٠٠٠ يورو، فستحتاج إلى دفع السعر الأعلى بين السعرين، حيث ستسلّم ١١٦,٦٠٠ دولار أمريكي (أي ١٠٠,٠٠٠ يورو × ١,١٦٦٠).

٧٧. د الفصل ٧، القسم ٤-٧

لمعالجة مسألة الازدواج الضريبي على الدخل من أرباح الأسهم ومدفوعات الدخل الأخرى، تدخل الحكومات في اتفاقيات تُعرف بمعاهدات الازدواج الضريبي للاتفاق على كيفية التعامل مع أيِّ مدفوعات.

٧٨. ب الفصل ٦، القسم ٢-١-٤

يمكن الجمع بين الصناديق التي تحاكي المؤشرات والصناديق المُدارة بفاعلية في ما يُعرَف باستراتيجية الإدارة المختلطة أو المركز-التوابع (core-satellite management).

٧٩. أ الفصل ٦، القسم ٤-٥

سوف يحتفظ المستثمر الأكثر جرأة والذي يمكنه الاستمرار في الاستثمار على المدى الطويل (أي خمس سنوات أو أكثر) بنسبة أكبر من استثمارات الأسهم المتوسطة والعالية المخاطر، وذلك لأن المخاطر المرتفعة تعني ارتفاع احتمال حصوله على عوائد أعلى.

٨٠. د الفصل ٣، القسم ٥-٣-١

السوق المحكومة بالعرض والطلب هي سوقٌ تستخدم إما سجلّ أوامر إلكترونيّ، أو عملية مزاد علنيّ، لمُطابَقة المشترين مع البائعين. في كلتا الحالتين، تتم مُطابقة المشترين والبائعين وفق ترتيبٍ زمنيٍّ محددٍ بِحسب السعر وكميّة الأسهُم المُتداولة، وبذلك لا تحتاج هذه السوق إلى صُنّاع السوق.

٨١. د الفصل ٢، القسم ٢-٣

التداول بناءً على معلومات داخلية يُعدّ مثالًا على التلاعب بالسوق، ويحدث عندما يُجري الشخص المطلع على معلومة داخلية للشركة عمليات التداول، أو يُحاول القيام بذلك، على أساس معلومات داخلية سريّة.

٨٢. ج الفصل ٧، القسم ٧-٤

على المستثمرين تقديم مطالبة بالسداد إلى هيئة الضرائب الأجنبية لاسترداد الضريبة المحتجزة.

٨٣. ج الفصل ٥، القسم ٥-٣-١

ثمة أداة مفيدة تتمثل في معرفة كيفية حساب المدة التي قد تستغرقها الاستثمارات لمضاعفة قيمتها. وهناك طريقة مختصرة لحساب ذلك وهي "قاعدة ٧٢"، وتنطوي على قسمة ٧٢ على معدل العائد السنوي أو معدل النمو، والنتيجة هي تقدير (تقريبي للغاية ولكنه دقيق إلى حد معقول) للمدة التي قد تستغرقها هذه العملية. في هذه الحالة، وبقسمة ٧٢ على ٥ نحصل على ١٤,٤؛ أي أن الأمر سيستغرق نحو ١٤ عاماً حتى تتضاعف قيمة الاستثمار بمعدل عائد سنوي متوقع يبلغ ٥٪.

٨٤. ب الفصل ٥، القسم ٤-٢-٢

عندما لا توجد حركة مشتركة يمكن التنبؤ بها بين عوائد الأوراق المالية (أي أنها تميل إلى التحرك بشكل مستقل عن بعضها بعضاً)، فيقال إن هناك ارتباطًا صفريًا أو غير كامل؛ وكلما اقترب الارتباط من الصفر، كانت العلاقة أضعف، وبالتالي كانت فوائد التنويع أكبر.

٨٥. أ الفصل ٣، القسم ٥-٣-٢

عندما يرغب عميل في وضع أمر تداول، يجوز لشركة الوساطة التي يتعامل معها أن تنفذ عملية التداول إما بصفة الوكالة أو بصفة الأصيل. حين تتصرف شركة بصفة الوكالة، تقوم بترتيب الصفقات للآخرين وتكسب المال عن طريق فرض عمولة على الصفقة. ويُوصف دور الوكالة هذا عادةً بصفة الوسيط. حين تتصرف شركة بصفة الأصيل، يضع العميل أمرًا لبيع الأسهم، فتنفّذ الشركة الأمر على خلفية سجل التداول الخاص بها.

٨٦. أ الفصل ٧، القسم ٧-٣

تُسعَّر السندات بالسعر الصافي، ولكنَّ تسويتَها تتم بالسعر الإجمالي، مما يعني أن الفائدة المستحقَّة على السند تضاف إلى العقد بعدئذ. في العادة تُعدُّ هذه المدفوعات بمنزلة فوائد، وتخضع لضريبة الدخل، أو يمكن المطالبة بها كاقتطاع ضريبي.

٨٧. ج الفصل ٧، القسم ٢-١

تتعلق العوامل الذاتية أو "الحقائق المرنة" بتحديد الاتجاهات التي قد تؤثر على موقف العملاء من المخاطر.

٨٨. ب الفصل ٥، القسمان ٧-٤-٢ و٧-٤-٣

معادلة نسبة السعر إلى العائد (نسبة PE) = سعر السهم / عائد السهم. إذا انخفض سعر السهم (أي البسط في المعادلة)، يترتب على ذلك انخفاض نسبة PE. وبالمثل، فإن معادلة عائد توزيعات أرباح السهم هي: عائد توزيعات أرباح السهم (٪) = صافي توزيعات الأرباح لكل سهم / سعر السهم. إذا انخفض سعر السهم (أي المقام في المعادلة)، يترتب على ذلك ارتفاع عائد توزيعات أرباح السهم.

٨٩. ب الفصل ٦، القسم ١-٢

في النموذج الضعيف من السوق الكفء تعكس أسعار الأوراق المالية كلياً سعر السهم في الماضي وبيانات حجم التداول. نتيجة لذلك، ينبغي أن تتحرّك أسعار الأسهم في المراحل المستقبلية المتعاقبة على نحوٍ مستقل عن هذه البيانات السابقة بصورة عشوائية، ما يلغي أي ميزة في توافر المعلومات للمستثمرين نتيجة تبنّي أدوات التحليل الفني لتحليل الاتّجاهات السائدة في السوق.

٩٠. د الفصل ٨، القسم ٢-٤-٢

في بوالص التأمين المرتبطة بوحدات الصناديق الاستثمارية (نوع من أنواع بوالص التأمين مدى الحياة) يتم ربط العائد مباشرة بالأداء الاستثماري للوحدات في صندوق شركة التأمين. وتستخدم أقساط التأمين كلّ شهر لشراء وحدات في الصندوق الاستثماري.

٩١. د الفصل ٧، القسم ٢-١-٣

إنّ القدرة على تحمّل المخاطرة هي قدرة العميل على استيعاب أيّ خسائر قد تنشأ من القيام باستثمار معين. إنّ تحمّل المخاطر والموقف تجاهها هما من العوامل الذاتية بشكل جزئي، بيد أن القدرة على تحمّل المخاطرة هي إلى حد كبير حقيقة واقعة.

٩٢. ب الفصل ٦، القسم ٥-٢

يقيس عائد الاحتفاظ بالسند (HPR) (أو العائد الإجمالي) ببساطة مدى ارتفاع قيمة المحفظة طيلة مدة زمنية معينة. وعيب هذا المقياس هو أنه لا يراعي توقيت التدفقات النقدية الداخلة إلى الصندوق والخارجة منه، ولذلك فإنه ليس مقياسًا مفيدًا بوجه خاص بالنسبة إلى معظم صناديق الاستثمار.

٩٣. أ الفصل ٧، القسم ٤-٣

يحتاج العميل إلى سيولة عالية ويمكنه الاستثمار فقط على المدى القصير، لذلك فإنّ السندات قصيرة الأجل هي الوحيدة من بين أنواع الاستثمار المدرجة التي تلبّي المعيار.

٩٤. ب الفصل ٦، القسم ٢-٣

التحصين هو تقنية من تقنيات الإدارة السلبية التي يستخدمها مدراء محافظ السندات لتلبية التزامات نقدية تستحقّ في موعد معروف في المستقبل. ويقال إنّ محفظة السندات محصّنة إذا كانت محمية من تأثير تغيّرات أسعار الفائدة المستقبلية.

٩٥. د الفصل ٧، القسم ١-٣-٤

عندما يكون العميل سياسيًا أو يشغل منصبًا رفيع المستوى في دائرة الضوء العامة، فقد يحتاج إلى إبعاد نفسه عن أي عملية اتخاذ قرار استثماري حتى لا يكون هناك اتهام له باستغلال منصبه أو معرفته. في مثل هذه الحالات، من الشائع غالبًا إنشاء ثقة عمياء حيث يتم اتخاذ جميع قرارات الاستثمار على أساس تقديري تمامًا وحيث يتم تعمد إبقاء العميل غير مدرك لقرارات التداول أو مبرراتها.

٩٦. ب الفصل ٦، القسم ١-١

تنصّ نظرية المحفظة الحديثة (MPT) على أنّ مخاطر الأسهم الفرديّة تتكوّن من مخاطر منتظمة (أي مخاطر السوق التي لا يمكن الحدّ منها بالتنويع) ومخاطر غير منتظمة (أي المخاطر المرتبطة بأوراقٍ ماليةٍ محدّدة، والتي يمكن الحدّ منها بالتنويع). وفقًا لهذه النظرية، فإنّ محفظة تتكوّن من ١٥ إلى ٢٠ سهمًا من قطاعات مختلفة تعدّ محفظة متنوّعة بما فيه الكفاية.

٩٧. ج الفصل ٧، القسم ٢-١-١

العوامل الموضوعية هي عناصر قابلة للقياس ويمكن أن تؤثر في الوضع المالي للعميل وقدرته على تحمل المخاطر. وعليه، فالإجابة هي مرحلته العمرية. أما الإجابات (ب) و (ج) و (د) فجميعها عوامل ذاتية.

٩٨. د الفصل ٨، القسم ٣-١-٢

التوكيل الرسمي (الوكالة القانونية) عبارة عن وثيقة قانونية يصدرها العميل لتفويض شخص آخر بإجراء معاملة معينة بالنيابة عنه أو لتوكيل هذا الشخص بإدارة شؤونه الخاصة.

٩٩. د الفصل ٨، القسم ١-٣-١

تتطلب برامج التقاعد المهنية عادةً من الموظفين المساهمة بنسبة من أجورهم في الصندوق؛ وتُعرف هذه باسم برامج التقاعد القائمة على الاشتراكات. لكن في بعض الحالات يقوم ربّ العمل بتمويل التكلفة بأكملها، وتُعرف برامج التقاعد المهنية في هذه الحال باسم برامج التقاعد غير القائمة على الاشتراكات. العميل ب لديه برنامج تقاعد غير قائم على الاشتراكات، مما يعني أنه ممول بالكامل من قبل صاحب العمل.

١٠٠. ب الفصل ٧، القسم ٢-١

هناك ثلاثة مكونات للمخاطر: الاستعداد لتحمُّل المخاطر، وتصور العميل المخاطر، والقدرة على تحمُّل المخاطر.

خطّة المنهاج

الوحدة/ العنصر		الفصل/ القسم
العنصر الأوَّل	قطاع الخدمات المالية	الفصل ١
١-١	**الغرض من قطاع الخدمات المالية وهيكلته** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
١-١-١	معرفة وظيفة قطاع الخدمات المالية في النظام الاقتصادي: • انتقال الأموال بين الأفراد والشركات والحكومة • إدارة المخاطر	١-١
١-١-٢	معرفة الأنشطة المرتبطة بالأسواق المالية التي تقدِّم الخدمات للشركات، والأسواق التي تقدِّم الخدمات للأفراد	١-٢
١-١-٣	معرفة دور المؤسسات/ المنظمات الرئيسة، وهي: • مصارف الأفراد • المصارف الاستثمارية • صناديق التقاعد • مدراء صناديق الاستثمار	١-٢
١-١-٤	معرفة الأنشطة المرتبطة بأمناء الحفظ	**١-٢**
١-١-٥	فهم أدوار إدارة الاستثمار والتخطيط المالي في قطاع إدارة الثروات: • مدراء الاستثمار • المخططون الماليون • المصارف الخاصّة • المنصّات	١-٣

العنصر الثّاني	اللوائح التنظيمية للقطاع المالي	الفصل ٢
٢-١	**اللوائح التنظيمية لقطاع الخدمات المالية** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٢-١-١	معرفة أهداف ومزايا التنظيم الرقابي؛ والاختلافات الرئيسية بين النهج القائم على القواعد والنهج القائم على المبادئ في تنظيم القطاع المالي؛ ودور المنظمات التنظيمية الدولية الرئيسية؛ وآليات تطبيق اللوائح التنظيمية على المستوى الوطني؛ وأهمية المعايير الأخلاقية	١ و٣
٢-٢	**الجرائم المالية** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٢-٢-١	معرفة دور مجموعة العمل المالي (فاتف)	٢-١-١
٢-٢-٢	معرفة الجرائم الرئيسة المرتبطة بغسل الأموال وتمويل الإرهاب والالتزامات القانونية لشركات الخدمات المالية	٢-١-٢
٢-٢-٣	معرفة مراحل غسل الأموال	٢-١-٣
٢-٢-٤	معرفة إجراءات تحديد هوية العميل	٢-١-٤
٢-٢-٥	معرفة الأنشطة التي تُشكِّل تلاعبًا بالسوق	٢-٣
٢-٢-٦	معرفة الأنشطة التي تُعدُّ عمومًا تداولاً بناءً على معلومات داخلية	٢-٢

الوحدة/ العنصر		الفصل/ القسم

العنصر الثّالِث	فئات الأصول والأسواق المالية	الفصل ٣
٣-١	**النقد والأصول شبه النقدية** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٣-١-١	معرفة السمات الأساسية للنقد والأصول شبه النقدية: • معدلات الفائدة (بما في ذلك معدلات الفائدة السلبية) • الودائع النقدية • أدوات سوق النقد • صناديق سوق النقد	١
٣-٢	**سوق العملات الأجنبية** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٣-٢-١	معرفة البنية الأساسية لسوق العملات الأجنبية: • تسعير العملات • التسوية	٢
٣-٢-٢	التمكُّن من حساب سعر الصرف الآجل باستخدام معادلة تعادل أسعار الفائدة	٢
٣-٣	**السَّندات** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٣-٣-١	معرفة السِّمات الأساسية للسَّندات: • المخاطرة ومعدل الفائدة (بما في ذلك معدلات الفائدة السلبية) • السداد • التداول • القيمة الاسمية • سِعر السوق • سعر الفائدة (القسيمة) • والتَّصنيف الائتماني	٣
٣-٣-٢	فهم العوائد: • العوائد الجارية • العائد حتّى الاستحقاق • العوائد الرأسمالية • التذبذب والمخاطرة • ومنحنيات العوائد	٣
٣-٤	**المُلكيّة العَقاريّة** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٣-٤-١	معرفة السِّمات الرّئيسة للاستِثمار في العقارات: • الاستِثمار المباشر • الصناديق العقارية • صناديق الاستثمار العقاري المتداولة (ريتس)	٤
٣-٥	**حقوق الملكية** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	

الوحدة/ العنصر		الفصل/ القسم
٣-٥-١	فهم الأنواع الآتية من الأسهم والاستثمارات المرتبطة بالأسهم: • أنواع الأسهم- الأسهم العادية والأسهم العاديّة بدون قيمة اسميّة والأسهُم الممتازة وغيرها • إيصالات الإيداع الأمريكية والعالمية • عقود الكفالة وعقود الكفالة المضمونة	٥
٣-٥-٢	معرفة مزايا الاستثمار في الأسهم: • توزيعات أرباح الأسهم • حقوق الاكتتاب • حقوق التصويت	٥-٢
٣-٥-٣	معرفة الخصائص الأساسية للأسواق المحكومة بالعرض والطلب والأسواق المحكومة بالتسعير	٥-٣-١
٣-٥-٤	معرفة وجوه الاختلاف بين التداول بصفة أصيل والتداول بصفة وكيل	٥-٣-٢
٣-٥-٥	معرفة مضامين التداول: • في البورصة • خارج الأسواق الرسمية (OTC)	٥-٣-٣
٣-٦	**المشتقات** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٣-٦-١	معرفة الخصائص الآتية للعقود المستقبلية: • التعريف • السمات الرئيسة • المصطلحات المرتبطة بها	٦-١
٣-٦-٢	معرفة الخصائص الآتية لعقود الخيار: • التعريف • أنواعها (خيار الشراء وخيار البيع) • المصطلحات التّقنية المُتعلّقة بها	٦-٢
٣-٧	**السلع** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٣-٧-١	معرفة السمات الأساسية لأسواق السلع الأساسية، وآليات تأثير الخصائص المادية للسوق إلى جانب العرض والطلب والمسائل المتعلقة بالتخزين والنقل على الأسعار: • الأسواق الزراعية • أسواق المعادن • أسواق الطاقة	٧
٣-٨	**الأصول الرقمية** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٣-٨-١	معرفة خلفية الأصول الرقمية، وخصائصها الأساسية، والمخاطر المرتبطة بها	٨
٣-٩	**العمليات التشغيلية** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	

الوحدة/ العنصر		الفصل/ القسم
٣-٩-١	معرفة الآثار المترتِّبة على تملُّك: الاستثمارات المسجَّلة أو المحفوظة بصيغة إلكترونية؛ والاستثمارات في صيغة أوراق مالية لحاملها	٩-١
٣-٩-٢	معرفة خصائص تسوية الصفقات: التسليم مقابل السداد؛ دور الأطراف النظيرة المركزية	٩-٢
٣-٩-٣	معرفة قرارات الشركات الإلزامية والطوعية الأساسية: • إصدار أسهُم العلاوة/ الأسهم المجانية • دمج الأسهم • الاسترداد النهائي • تجزئة الأسهم/ تقسيم الأسهم • تنفيذ عقود الكفالة • إصدار حقوق الأولوية • العروض المفتوحة	٩-٣

العنصر الرّابِع	الاستِثمار المشترك	الفصل ٤
٤-١	**صناديق الاستِثمار** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٤-١-١	معرفة مزايا الاستثمار المشترك	١-١
٤-١-٢	معرفة خصائص أنواع منتجات الاستثمار: • صناديق الاستثمار المرخَّصة وغير المُرخّصة • الصناديق المفتوحة • شركات الاستثمار المُغلقة • صناديق تعهدات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية القابلة للتحويل (UCITS)	٢-١
٤-١-٣	معرفة الخصائص الأساسية لصناديق المؤشرات المتداولة في البورصة وطرق تداولها	٣-١
٤-٢	**أنواع الاستثمار الأخرى** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٤-٢-١	معرفة خصائص منتجات الاستثمار المُهيكَلة واستخداماتها	١-٢
٤-٢-٢	معرفة خصائص صناديق التحوُّط واستخداماتها	٢-٢
٤-٢-٣	معرفة خصائص صناديق الملكية الخاصّة واستخداماتها	٣-٢
٤-٢-٤	معرفة خصائص صناديق السلع واستخداماتها	٤-١
٤-٢-٥	معرفة خصائص صناديق الاستثمار في الصكوك الإسلامية واستخداماتها	٤-٢

العنصر الخامس	علم الاقتصاد والتحليل الاستثماري	الفصل ٥
٥-١	**نظرّية الاقتصاد الكلّي** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٥-١-١	معرفة كيفيّة تحديد الدخل القومي وتكوينه وقياسه في كل من الاقتصاد المفتوح والمغلق: • الناتج المحلي الإجمالي • الناتج القومي الإجمالي	١-١، ١-٢

الوحدة/ العنصر		الفصل/ القسم
٥-١-٢	معرفة مراحل الدورة الاقتصادية	١-٣
٥-١-٣	معرفة تركيبة ميزان المدفوعات والعوامل الكامنة وراء التجارة الدولية وتدفُّقات رؤوس الأموال الدولية والفوائد الناتجة عنها: • الحساب الجاري • الواردات • الصادرات	١-٤
٥-١-٤	معرفة طبيعة العرض النقدي وكيفية تحديده وقياسه والعوامل التي تؤثر عليه بما في ذلك النظرية النقدية الحديثة (MMT)	١-٦، ١-٨
٥-١-٥	معرفة دور المصارِف المركزية	٢
٥-١-٦	معرفة الدور الذي تؤدّيه كل من السياسة النقدية والسياسة المالية والأساس الذي تقوم عليه كل منهما والإطار: • الإنفاق الحكومي • الاقتراض الحكومي • استثمارات القطاع الخاص • إنفاق القطاع الخاص • النظام الضريبي • أسعار الفائدة • التضخم • إعادة تقييم العملة/ أسعار صرف العملات/ تعادل القوة الشرائية • التيسير الكمّي	١-٦، ١-٧، ١-٨
٥-١-٧	معرفة آليات حساب المقاييس الإحصائية للتضخم/ الانكماش والبطالة	١-٥
٥-١-٨	معرفة مفهوم العوائد الاسميّة والحقيقيّة	١-٥
٥-٢	**نظرية الاقتصاد الجزئي** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٥-٢-١	معرفة آلية تحديد السعر والعلاقة بين العرض والطلب: • مُنحنى العرض • مُنحنى الطلب • أسباب التحوّلات في المُنحنيات • مرونة الطلب • التغير في السعر • التغير في الطلب	٣-١، ٣-٢
٥-٢-٢	فهم نظرية الشركة: • زيادة الربح • التكاليف على المدى القريب والبعيد • العوائد المتزايدة والمتناقصة على عوامِل الإنتاج • وفورات الحجم وعدم وفورات الحجم	٣-٣
٥-٢-٣	معرفة سُلوك الشركة والسوق في الحالات الآتية: • سوق المُنافسة الكاملة • السوق الحُرّة الكاملة • الاحتكار • احتكار القلة	٣-٤

الوحدة/ العنصر		الفصل/ القسم
٥-٣	**التحليل الإحصائي** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٥-٣-١	معرفة ما يأتي: • المتوسّط الحسابي • المتوسّط الهندسي • الوسيط • المِنوال (يمكن توضيح ذلك باستخدام عملية حسابية بسيطة)	٤-١-١
٥-٣-٢	معرفة المقاييس الإحصائية للتشتت: • التباين (العينة/ المجتمع الإحصائي) • الانحراف المعياري (العينة/ المجتمع الإحصائي) • المدى (يمكن توضيح ذلك باستخدام عملية حسابية بسيطة)	٤-١-٢
٥-٣-٣	فهم الارتباط والتغاير بين متغيِّرَين واستخلاص النتائج من البيانات	٤-٢
٥-٤	**الرياضيات المالية** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٥-٤-١	القدرة على احتساب القيمة الحاليّة والمُستقبليّة لكل مما يأتي: • المبلغ المقطوع • الدفعات المُنتظَمة • بوالص التأمين السنوية • بوالص التأمين المستدامة (يمكن توضيح ذلك باستخدام عملية حسابية بسيطة)	٥-٢
٥-٤-٢	القدرة على احتساب كل مما يأتي وتفسير البيانات المرتبطة بها: • الفائدة البسيطة • الفائدة المركبة (يمكن توضيح ذلك باستخدام عملية حسابية بسيطة)	٥-١
٥-٥	**التحليل الأساسي والفني** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٥-٥-١	معرفة الفارق بين التحليل الأساسي والفني: • الأهداف الأساسية • الأساليب الكمية • الرسوم البيانية (مقارنة بين الاتجاهات الأولية الثانوية والثالثية) • حجم التداول • زخم السوق • المتوسطات المتحرّكة، وغيرها من المؤشرات	٦
٥-٦	**العوائد والنسب المالية** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	

الوحدة/ العنصر		الفصل/ القسم
٥-٦-١	فهم الغرض من النسب الرئيسة الآتية: • العائد على رأس المال المتاح للاستثمار • معدل دوران الأصول • هامش صافي الربح • هامش إجمالي الربح	٧-١
٥-٦-٢	فهم الغاية من من نسب المديونية الآتية: • الرفع المالي • معدل تغطية الفوائد	٧-٢
٥-٦-٣	فهم الغرض من نسب السيولة الآتية: • نسبة رأس المال العامل (نسبة التداول) • نسبة السيولة (نسبة السيولة السريعة) • نسبة السيولة الفورية • تحليل زد سكور (Z-score)	٧-٣
٥-٦-٤	فهم الغرض من نسب السوق الآتية: • عائد السهم (EPS) • الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك وإهلاك الدين (EBITDA) • الأرباح قبل خصم الضرائب والفوائد (EBIT) • نسب السعر إلى العائد التاريخية والمتوقعة (PER) • عوائد توزيعات أرباح الأسهم • تغطية توزيعات أرباح الأسهم • نسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية	٧-٤
٥-٧	**قياس القيمة** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٥-٧-١	معرفة المفهوم الأساسي: • القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) • القيمة السوقية المضافة (MVA) • نماذج تحديد القيمة للمساهمين بما في ذلك نموذج غوردن للنمو	٨

العنصر السادس	إدارة الاستثمار	الفصل ٦
٦-١	**المخاطرة والعوائد** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٦-١-١	فهم القيمة الزمنية للنقود	٤-١
٦-١-٢	فهم عوائد الاستثمار المُتباينة من فئات الأصول الرئيسية المختلفة - معدّلات العائد "الخالي من المخاطر" وعلاوة المخاطرة	٤-٢
٦-١-٣	فهم كيفيّة قياس المخاطر- التذبذب، أهميّة الانحِراف المِعياري كمقياس للتذبذب، أهمية بيانات الأداء التاريخية وأوجه قصورها	٤-٣
٦-١-٤	فهم عملية قياس العائد الإجمالي وأهمية معامل بيتا ومعامل ألفا	٤-٤

الوحدة/ العنصر		الفصل/ القسم
٦-٢	**نظريات بناء المحفظة الاستثمارية** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٦-٢-١	معرفة المبادئ الأساسيّة لنظريّة المحفظة الحدِيثة وفرضية كفاءة السوق	١-١ و١-٢
٦-٢-٢	فهم الافتِراضات التي يقوم عليها بناء نظرية تسعير الأصول الرأسمالية وأوجه قصورها	١-٣
٦-٢-٣	معرفة المبادئ الرئيسة التي تقوم عليها نظرية تسعير المُراجحة	١-٤
٦-٢-٤	معرفة المفاهِيم المتعلقة بعلم التمويل السلوكي: • الخصائِص الرئيسة • الاستِدلال • نظرية التوقعات • صور التحيز الذهني	١-٦
٦-٣	**إستراتيجيات الاستثمار** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٦-٣-١	فهم إستراتيجيات الاستثمار في الأسهم الأساسية: • الإدارة النشطة/ السلبية/ المختلطة (المركز-التوابع) • التحليل التصاعدي والتحليل التنازلي	٢-١
٦-٣-٢	فهم الأهمية المحتملة للاعتبارات المتعلّقة بالحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات	٢-٢
٦-٣-٣	فهم إستراتيجيات الاستثمار في السندات	٢-٣
٦-٣-٤	فهم استخدام فئات الأصول المختلفة ضمن المحفظة الاستثمارية	٣
٦-٣-٥	فهم استخدام صناديق الاستثمار بوصفها جزءاً من استراتيجية الاستثمار	٣ و٣-٤
٦-٤	**قياس الأداء** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٦-٤-١	فهم كيفية استخدام نقاط المقارنة المرجعية لقياس الأداء	٥-١
٦-٤-٢	معرفة تقنيات إسناد الأداء الشائعة الاستخدام	٥-٣
٦-٤-٣	فهم مصطلحي: • معدَّل العائد المرجَّح بالنقد • معدَّل العائد المرجَّح بالزمن	٥-٢
٦-٤-٤	معرفة مفهوم قياس العوائد باستخدام: • نسبة شارب • نسبة سورتينو • نسبة ترينور • الحد الأقصى للخسارة	٥-٤

العنصر السابع	المشورة الاستثمارية	العنصر ٧
٧-١	**تقديم المشورة للعملاء** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	

الوحدة/ العنصر		الفصل/ القسم
٧-١-١	معرفة الأساليب المقبولة عمومًا لتصنيف عملاء الاستثمار في فئات مختلفة	١-١
٧-١-٢	معرفة ما المقصود بمبدأ "التصرُّف بما يحقِّق المصلحة العليا للعميل" وما الآثار المترتِّبة على هذه القاعدة بالنسبة للمستشار المالي	١-٢
٧-١-٣	معرفة العوامل التي يجب مراعاتها عند تقديم المشورة المالية: • مبدأ "اعرف عميلك" ومبدأ ملاءمة التوصيات اللذان ترتكز عليها العلاقة الائتمانية • طبيعة العلاقة مع العميل، وضرورة الحفاظ على سرّية المعلومات، والثقة، وحماية العميل • المعلومات المطلوبة من العملاء وسُبل الحصول عليها • المعلومات عن الشركة أو المستشار المالي • مراقبة ظروف العميل ومراجعتها • المتطلبات الإضافية اللازمة عند تقديم المشورة للعملاء الأفراد عن المنتجات غير الخاضعة للتنظيم	١-٣
٧-١-٤	معرفة الخدمات المرتبطة بالشركات التي تقدِّم: • المشورة • الإدارة الاستشارية والإدارة بحسب تقديرات المدير • الإدارة على أساس تنفيذ الأوامر فقط	٤
٧-١-٥	معرفة آليات الدفع مقابل خدمات إدارة الاستثمار: • رسوم الإدارة • رسوم المعاملات • المشورة المتعلّقة بالتخطيط المالي • الرسوم المرتبطة بالأداء • الرسوم المحسوبة على أساس طبيعة الخدمة المراد تقديمها ومعدَّل تكرارها	٦
٧-١-٦	معرفة مفهوم "تعارض المصالح" وأهميته عند تقديم المشورة للعميل	٤-٦-٢
٧-٢	**تحديد احتياجات العميل** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٧-٢-١	معرفة المراحل الأساسية لعملية التخطيط الاستثماري وتحديد الأهداف الاستثمارية واستراتيجية الاستثمار	١-٣
٧-٢-٢	معرفة كيف تتأثر استراتيجية الاستثمار وعملية اختيار المنتجات بما يأتي: • التفضيلات الأخلاقية • متطلبات السُّيولة • الإطار الزمني والمرحلة العمرية • الوضع الضريبي	٣
٧-٢-٣	معرفة الغايات من استخدام الاستبيانات والمقابلات للحصول على معلومات عن العميل، ومزايا كل منها، وأوجه قصورها	١-٣
٧-٢-٤	معرفة العوامل والموارد والقيود الأساسية التي تؤثِّر في ظروف العميل المالية الحالية والمرغوبة: • جمع المعلومات المناسبة وذات الصلة عن الدخل والنفقات والديون والمدَّخرات الحالية والمتوقَّعة • مراعاة الإطار الزمني للاستثمار وتحقيق توازن نسبي بين النمو والدخل • التمييز بين ما هو حاجة أساسية وما هو مرغوب، وتحديد الأولويات على ذلك الأساس • الاتفاق على أهداف استثمارية واضحة وقابلة للتحقيق ومرتَّبة بحسب الأولوية	١-٣

الوحدة/ العنصر		الفصل/ القسم
٧-٣	**الضرائب** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٧-٣-١	معرفة تطبيق الضرائب الأساسية على الشركات: • ضريبة الشركات • ضريبة المعاملات (مثل ضريبة احتياطي رسم الطابع) • ضريبة المبيعات	٧
٧-٣-٢	معرفة الضرائب المباشرة وغير المباشرة المفروضة على الأفراد: • ضريبة الدخل • ضريبة الأرباح الرأسمالية • ضريبة التركات • ضريبة المعاملات (رسم الطابع) • ضريبة المبيعات	٧
٧-٣-٣	معرفة مبادئ الاقتطاع الضريبي: • أنواع الدخل الخاضعة للضريبة المقتطعة (withholding tax) • تخفيف العبء الضريبي عبر اتفاقيات منع الازدواج الضريبي • اقتطاع الضريبة من المصدَر	٧
٧-٣-٤	معرفة مبادئ تخفيف الازدواج الضريبي (Double Taxation Relief)	٧
٧-٣-٥	معرفة الآثار المترتِّبة على محلّ الإقامة الدائم، ووضع الإقامة، والموقع الجغرافي للأصول	٧
٧-٤	**المخاطر وملاءمة الاستثمار للعميل** • عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٧-٤-١	معرفة السُّبل المتَّبعة لتقييم استعداد العميل لتحمُّل المخاطر، وقدرته على تحمُّل الخسارة، وخبرته في مجال الاستثمار، وأثر هذه العوامل كلّها في اختيار المنتجات الاستثمارية المناسبة له	٢
٧-٤-٢	التمكُّن من تحليل مدى تعرض العميل للمخاطر ورغبته في المخاطرة، استنادًا إلى العوامل الموضوعية والذاتية الآتية: • مستوى الثروة • الإطار الزمني • الالتزامات • المرحلة العمرية • أهدافه في الحياة • أهدافه الاستثمارية • الاتجاهات • الخبرات • المعارف • القدرة على تحمُّل الخسارة	**٢**
٧-٤-٣	معرفة الاعتبارات الأساسية المتعلّقة بالاستثمار الملتزم بأحكام الشريعة الإسلامية والقيم العقائدية الأخرى فضلًا عن الاعتبارات المتعلّقة بالاستثمار لصالح الجمعيات الخيرية والصناديق	٣-٥
٧-٤-٤	تقييم ملاءمة الاستثمار وقدرة العميل على تحمُّل تكاليفه استنادًا إلى مجموعة من العوامل التي تشمل جودةَ مزوِّد المنتَج الاستثماري، وأداءه، والمخاطر المرتبطة به، والرسوم التي يتقاضاها، وجودة خدمة العملاء لديه	٤

الوحدة/ العنصر		الفصل/ القسم
٧-٥	**التخطيط، والتوصيات، والمراجعة** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٧-٥-١	تطبيق إستراتيجية لتحقيق أهداف العميل ووصف التبرير المنطقي وراء اختيارها: • تسليط الضوء على القضايا والأولويات ذات الصلة • صياغة خطة للتعامل معها • تقديم مقترحات لتحقيق هذه الأهداف • شرح المزايا والعيوب النسبية لكلّ مقترح وللمقترحات مجتمعة شرحًا واضحًا • الاتفاق مع العميل على استراتيجية يفهمها ويرضى بها	٤
٧-٥-٢	• تطبيق إستراتيجية مناسبة تفي بالمعايير الآتية على أفضل وجه: • أولويات العميل وأهدافه المالية • استعداد العميل لتحمُّل المخاطر • الرسوم والتكاليف المناسبة • معدَّل دوران المحفظة (PTR) • متطلبات ملاءمة الاستثمار للعميل • المزايا الناتجة عن الارتباط والتنويع الكافيين • عوامل إضافية تتعلّق بالمخاطر والتوقيت والسُّيولة حيث تكون مراكمة الأصول والتخلُّص منها خاصَّتين من خصائص الاستثمار	٤
٧-٥-٣	فهم العوامل التي تؤثِّر في طريقة عرض التوصيات المقترحة وفهم آليات التحقُّق من استيعاب العملاء للتوصيات	٤
٧-٥-٤	تقييم العوامل المؤثِّرة في اختيار معيار مقارنة مرجعي والأساس الذي تبنى عليه عملية المراجعة: • توزيع الأصول في المحفظة • تصنيف المخاطرة / العائد • الاستثمارات البديلة • الضرائب • مجموعات الأقران • الحفاظ على قيمة رأس المال	٤
٧-٥-٥	معرفة أهمية المراجعة المنتظمة للمركز المالي للعميل والعوامل التي قد تستدعي إجراء تغييرات: • التغيرات في ظروف العميل • التغيرات في البيئة المالية • توافر منتجات وخدمات جديدة • الصعوبات أو التغييرات الإدارية • التغيرات المتعلّقة بالاستثمار (كالتصنيف الائتماني، وقرارات الشركات) • إعادة التوازن إلى المحفظة • مراجعة معيار المقارنة المرجعي	٥

الفصل الثّامِن	التخطيط المالي مدى الحياة	العنصر ٨
٨-١	**التخطيط المبكر للتقاعد** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٨-١-١	فهم أثر سن التقاعد المستهدف على التخطيط المبكّر للتقاعد	١-٢
٨-١-٢	معرفة أنواع منتجات التخطيط المبكّر للتقاعد والمخاطر المرتبطة بها ومعايير ملاءمة الاستثمار وطرق التحديد والمراجعة	١-٣

٨-١-٣	القدرة على احتساب الاحتياجات المالية عند التقاعد	١-٤
٨-١-٤	معرفة العناصر التي يجب إدراجها في التقرير الذي يتضمن التوصيات للعميل	١-٥
٨-٢	**تخطيط الحماية** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٨-٢-١	معرفة المجالات الأساسية التي تحتاج إلى الحماية التأمينية: • الحياة والأسرة • القرض العقاري • الرعاية طويلة الأجل • تأمين الحماية على الشركات	٢-١
٨-٢-٢	معرفة الحاجة إلى تقييم الأولويات عند اختيار تأمين الحماية على الحياة والصحة-أولويات الفرد والأسرة	٢-٢
٨-٢-٣	فهم ضرورة تحديد الأولويات في ما يتعلق بالحاجة إلى تأمين الحماية	٢-٢-١
٨-٢-٤	فهم طريقة قياس مقدار حاجات الحماية التأمينية لدى العميل	٢-٣
٨-٢-٥	معرفة المبادئ الأساسية للتأمين على الحياة: • أنواعه • صاحب بوليصة التأمين • الحياة المؤمن عليها • بوالص التأمين الفردية والمشتركة	٢-٤
٨-٢-٦	معرفة الخصائص الرئيسة للمنتجات الآتية: • التأمين ضد الحالات المرضية الحرجة • التأمين ضد الأمراض والحوادث • التأمين الصحي • تأمين الحماية على الرعاية طويلة الأمد	٢-٥
٨-٢-٧	معرفة خصائص المنتجات الرئيسية لتأمين الحماية على الشركات: • تأمين الحماية على الأشخاص الرئيسين في الشركة • تأمين الحماية على المساهمين الرئيسين • تأمين الحماية على الشراكة	٢-٥-٥
٨-٢-٨	فهم العوامل التي يجب أخذها في الاعتبار عند تحديد حلول منتجات الحماية التأمينية المناسبة وعند اختيار مزوِّدي هذه المنتجات	٢-٦ و٢-٧
٨-٢-٩	معرفة العناصر التي ينبغي إدراجها في تقرير التوصيات للعميل	٢-٨
٨-٣	**تخطيط التركات وصناديق ومؤسسات إدارة الممتلكات** عند استكمال دراسة هذا القسم، يجب على المتقدِّم للامتحان:	
٨-٣-١	فهم المفاهيم الأساسية المتعلقة بتخطيط التركات: • تقييم التركة • التوكيل الرسمي • تنفيذ الوصية • ضريبة الميراث • التأمين على الحياة	٣-١
٨-٣-٢	معرفة استخدامات أدوات الاستثمار العائلي: • الصناديق وأنواع الصناديق المتاحة • الصناديق في الخارج • المؤسسات في الخارج • شركات الاستثمار	٣-٢

مواصفات الاختبار

تُصمَّم كُلّ ورقةٍ امتحانيةٍ على نحوٍ منُفصل بحيث يُحدِّد الدَّرجات التي ستُعطى لكل عنصر، كما هو وارد في الجدول أدناه. تجدر الإشارة إلى أن الأرقام الموضَّحة قد تختلف قليلاً من امتحان لآخر، إذ تتمتع الامتحانات بدرجة من المرونة لضمان مستوى محدّد من الصعوبة لكل واحد منها. لكن عدد الأسئلة في كل عنصر يبقى ثابتاً لا يتغيّر عن معدل يزيد على سؤالين اثنين سواء بالزيادة أو النقصان.

رقم العنصر	العنصر	الأسئلة
١	قطاع الخدمات المالية	٤
٢	اللوائح التنظيميّة للقطاع المالي	٥
٣	فئات الأصول والأسواق المالية	١٤
٤	الاستثمارات المشتركة	٧
٥	علم الاقتصاد والتحليل الاستثماري	٢١
٦	إدارة الاستثمار	١٥
٧	المشورة الاستثمارية	٢١
٨	التخطيط المالي مدى الحياة	١٣
المجموع		**١٠٠**