



جامعة حماه  
كلية الاقتصاد

## الأسواق المالية السنة الرابعة



الدكتورة أسمهان خلف  
أستاذ مساعد في كلية الاقتصاد  
جامعة حماه

الدكتور هزاع مفلح  
أستاذ في كلية الاقتصاد  
جامعة حلب

العام الجامعي 2018-2019

مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية



## الأسواق المالية





منشورات جامعة حماه  
كلية الاقتصاد

# الأسواق المالية

لطلاب السنة الرابعة

الدكتورة أسمهان خلف

أستاذ مساعد في كلية الاقتصاد - جامعة حماة

الدكتور هزاع مفلح

أستاذ في كلية الاقتصاد - جامعة حلب



## قائمة المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
13	مقدمة عامة
29-17	الفصل التمهيدي
20-18	المبحث الأول: القيمة الزمنية للنقود: معدل الفائدة السنوي الفعلي
29-21	المبحث الثاني: معدل العائد المرجح زمنياً ونقدياً
185 -31	القسم الأول - بنية السوق المالي
68 -32	الفصل الأول: النظام المالي، التوسط والسوق المالي
42 -33	المبحث الأول: النظام المالي
53 -43	المبحث الثاني: التوسط المالي، مؤسساته ووظائفه
68 -54	المبحث الثالث: السوق المالي ووظائفه
121 -69	الفصل الثاني: تنظيم السوق المالي وأنواعه، المشاركون والإصدارات
76 -70	المبحث الأول: تنظيم السوق المالي
92 -77	المبحث الثاني: أنواع الأسواق المالية (البنية)
102 -93	المبحث الثالث: المشاركون في السوق المالي
121 -103	المبحث الرابع: الإصدارات والأدوات المالية
155 -122	الفصل الثالث: الحسابات، الوسيط والعمولات، الأوامر
133 -123	المبحث الأول: الحسابات
144 -134	المبحث الثاني: الوسيط والعمولات
155 -145	المبحث الثالث: الأوامر
185 -156	الفصل الرابع: الهامش سعري، التداول وأساليبه
158-157	المبحث الأول: هامش الشراء - البيع (النطاق سعري)
172 -159	المبحث الثاني: تنظيم وإجراءات التداول
185 -173	المبحث الثالث: أنماط أساليب المتاجرة
192 -186	ملخص القسم الأول
195 -193	المصطلحات المفتاحية

197 -196	أسئلة وتدريبات للمراجعة
198	مراجع للقراءة اللاحقة ومواقع إلكترونية
284 -199	<b>القسم الثاني - أسواق النقد ورأس المال</b>
222 -200	الفصل الخامس: أسواق النقد
204 -201	المبحث الأول: أهمية سوق النقد والأطراف المشاركة فيه
219 -205	المبحث الثاني: أدوات أسواق النقد
222 -220	المبحث الثالث: سوق اليورو دولار والسوق بين المصارف
240 -223	الفصل السادس: سوق الصرف الأجنبي (الفوريكس)
227 -224	المبحث الأول: التسعير في سوق الصرف الأجنبي
229 -228	المبحث الثاني: المراجعة بين المصارف
231-230	المبحث الثالث: قياس التغير في أسعار الصرف الفورية
240 -232	المبحث الرابع: الأوامر في أسواق الصرف الأجنبي
284 -241	الفصل السابع: أسواق رأس المال
260 -242	المبحث الأول: سوق الأسهم
276 -261	المبحث الثاني: سوق السندات
284 -277	المبحث الثالث: تحليل السندات والأسهم
288-285	ملخص القسم الثاني
290-289	المصطلحات المفتاحية
292-291	أسئلة وتدريبات للمراجعة
293	مراجع للقراءة اللاحقة ومواقع إلكترونية
360 -295	<b>القسم الثالث - أسواق المشتقات وأسواق الرهن العقاري</b>
343 -296	الفصل الثامن: أسواق المشتقات
298 -297	المبحث الأول: المتاجرة بالمشتقات المالية
309 -299	المبحث الثاني: حسابات الهامش: الشراء الهامشي والبيع القصير
320 -310	المبحث الثالث: العقود المستقبلية
340 -321	المبحث الرابع: عقود الخيارات

343 -341	المبحث الخامس: عقود المقايضة أو المبادلة
360 -344	الفصل التاسع: أسواق الرهون العقارية
350 -345	المبحث الأول: الهندسة المالية، والتوريق (التسديد)
354 -351	المبحث الثاني: السوق الثانوي للرهن العقاري
360 -355	المبحث الثالث: صكوك الرهن العقاري
365 -361	ملخص القسم الثالث
366	المصطلحات المفتاحية
367	أسئلة وتدريبات للمراجعة
368	مراجع للقراءة اللاحقة ومواقع إلكترونية
542-369	<b>القسم الرابع - المؤشرات، تسعير وتقييم الأوراق المالية</b>
393 -370	الفصل العاشر: مؤشرات الأسواق المالية
374 -371	المبحث الأول: حركة المؤشر والحالة الاقتصادية
386 -375	المبحث الثاني: متوسطات أسعار الأسهم ومؤشراتها
393 -387	المبحث الثالث: التحيز في ترجيح المؤشرات
442 -394	الفصل الحادي عشر: التحليل الأساسي
406 -395	المبحث الأول: بنية معدل الفائدة ومنحنى المردود
426 -407	المبحث الثاني: مداخل تقييم وتسعير الأوراق المالية
445 -427	المبحث الثالث: التحليل الأساسي
494 -446	الفصل الثاني عشر: التحليل الفني
481-447	المبحث الأول: أساسيات التحليل الفني (الافتراضات والخرائط والمفاهيم)
494 -482	المبحث الثاني: أساسيات التحليل الفني (المؤشرات)
503 -495	المبحث الثالث: التحليل الفني والأساسي وفرضية كفاءة السوق
543 -504	الفصل الثالث عشر: السوق الكفوءة
509 -505	المبحث الأول: فرضية السوق الكفوءة
514 -510	المبحث الثاني: المشي العشوائي وفرضية السوق الكفوءة
519 -515	المبحث الثالث: مستويات كفاءة السوق المالي
530-520	المبحث الرابع: محددات سعر الأصل ودور التوقعات

535-531	المبحث الخامس: أسواق رأس المال الكاملة والناقصة
542-536	المبحث السادس: الدلائل التجريبية واختبارات صيغ الكفاءة
551 -543	ملخص القسم الرابع
553 -552	المصطلحات المفتاحية
555-554	أسئلة وتدريبات للمراجعة
556	مراجع للقراءة اللاحقة ومواقع إلكترونية
593-557	القسم الخامس - في البنية الجزئية للسوق المالي
570-558	الفصل الرابع عشر: تشكل السعر وتأثير السوق
563-559	المبحث الأول: تأثير السوق وتكلفة تأثير السوق
566-564	المبحث الثاني: متاجري التردد العالي
570-567	المبحث الثالث: نمذجة عمليات المتاجرة
593-571	الفصل الخامس عشر: نظريات الهامش سعري
574-572	المبحث الأول: محددات الهامش سعري
579-575	المبحث الثاني: الهامش سعري - نماذج المخزون
594-580	المبحث الثالث: الهامش سعري - نماذج المعلومات
597-595	ملخص القسم الخامس
598	المصطلحات المفتاحية
599	أسئلة وتدريبات للمراجعة
600	مراجع للقراءة اللاحقة ومواقع إلكترونية
603-601	قائمة المصادر والمراجع

## قائمة الجداول والأشكال

رقم الصفحة	رقم	العنوان	النوع
33	(1-1-1-1)	نموذج النظام المالي	رسم توضيحي
34	(2-1-1-1)	مكونات النظام المالي	رسم توضيحي
35	(1-2-1-1)	البنية المؤسسية للنظام المالي	رسم توضيحي
37	(1-2-2-1-1)	مشكلة الوكالة	إطار
38	(1-3-1-1)	تدفق الأموال خلال النظام المالي	رسم توضيحي
40	(1-3-1-1)	تمهيد أو مجانسة الاستهلاك	إطار
43	(1-1-2-1)	الوساطة المالية المباشرة	رسم توضيحي
44	(2-1-2-1)	الوساطة المالية غير المباشرة	رسم توضيحي
49	(1-2-2-1)	فئات مؤسسات الوساطة المالية الرئيسية	جدول
51	(1-3-2-1)	المركز أو الوضع	إطار
56	(1-1-3-1)	تطور الأسواق المالية	إطار
59	(1-3-3-1)	وظائف السوق والوساطة الماليين	رسم توضيحي
72	(1-1-1-2)	أمثلة عن تنظيم السوق المالي	إطار
78	(1-1-2-2)	الفرق بين السوقيين الأولي والثانوي	جدول
81 - 80	(1-2-2-2)	متطلبات الإدراج في سوق الأسهم	إطار
84	(1-3-2-2-2)	منصة تداول نمطية	رسم توضيحي
89	(1-3-2-2)	الفرق بين أسواق الدين وأسواق الملكية	رسم توضيحي
90	(1-4-2-2)	الفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال	جدول
109	(1-3-2-4-2)	خطوات الطرح الأولي للاكتتاب	رسم توضيحي
113	(1-4-2-4-2)	الفرق بين الشركة العامة والخاصة	جدول
151	(1-2-3-3)	الأمر المخفي من نوع "جبل الجليد"	إطار
154	(2-2-3-3)	الأوامر من النوع "واحد يلغي الآخر"	إطار
160	(1-1-1-2-4)	هامش الشراء - البيع وحجم المتاجرة	شكل بياني
167	(1-4-1-2-4)	آلية المتاجرة الإلكترونية	رسم توضيحي

170	(1-2-2-4)	إجراءات المتاجرة	رسم توضيحي
171	(1-2-2-4)	التوزيع الثانوي	إطار
174	(1-1-3-4)	أنماط المتاجرة	رسم توضيحي
203	(1-2-1-5)	معدلات الفائدة في السوق النقدي	جدول
204	(2-2-1-5)	الأطراف المشاركة في سوق النقد	جدول
208	(1-3-1-2-5)	الإعلان، المزاد والتسوية على الأدونات	جدول
229	(1-2-2-6)	المراجعة الثلاثية	رسم توضيحي
270	(1-2-4-2-7)	السندات الرديئة	إطار
275	(1-5-2-7)	التصنيف الائتماني	جدول
322	(1-1-2-4-8)	تسوية حق الشراء	شكل بياني
324	(2-1-2-4-8)	تسوية حق البيع	شكل بياني
328	(1-4-4-8)	محددات قيمة الخيار	جدول
331	(1-2-4-4-8)	دلتا الخيار	شكل بياني
334	(1-5-4-8)	نموذج التسعير الثنائي	رسم توضيحي
337	(1-6-4-8)	محددات قيمة الخيار 2	جدول
355	(1-1-3-9)	صكوك الرهن العقاري	رسم توضيحي
391	(1-2-3-10)	التحيز و دالة التحيز	إطار
402	(1-4-1-11)	منحنى المردود	شكل بياني
416	(1-2-2-11)	عامل النمو في تقييم الأسهم العادية	إطار
419-418	(1-2-3-2-11)	تقييم الأسهم الممتازة	إطار
421	(1-3-3-2-11)	التدفق الحر المخصص وغير المخصص	إطار
425	( 1-4-2-11)	نسبة شيلر	إطار
441	(1-5-3-11)	النسب المالية الأكثر شيوعاً	جدول
465	(1-6-3-1-12)	الأنماط السعرية	رسم توضيحي
497	(1-2-3-12)	سرعة تمثل المعلومة في السعر	شكل بياني
535	(1-3-5-13)	دور الزمن: قياس معدلات العائد	إطار

## مقدمة عامة

تتطور الأسواق المالية وتتغير في مختلف بلدان العالم. وقد تعرضت لتغييرات وتعديلات كبيرة في العقود الأخيرة، كما هو شأن العديد من القطاعات الأخرى التي تعتمد على التكنولوجيا. وتقف الأسواق المهمة الكبرى الآن في مرحلة من الإصلاح، وإعادة التنظيم والإشراف والهيكلية؛ بحيث يصعب على أصحاب الشأن المباشرين تتبع مآلات مثل هذا التغيير أو توقعه.

تشمل دراسة الأسواق المالية العديد من التخصصات، من ثم فإن المنهجية المتبعة في توصيف موضوعاتها وتناولها قد تتباين قليلاً، وذلك تبعاً للغرض والجهة المستهدفة والمخرجات المنتظرة. ويمكن أن تعدّ المنهجية المتبعة في هذا الكتاب متكاملة وشاملة نسبياً في تناول الموضوعات، ومستمدة من فروض علمية عدة ذات صلة، وتستهدف الوصول إلى مخرجات تعليمية يبنى عليها.

يعرض هذا الكتاب في القسم الأول منه: كيفية عمل النظام المالي، ومؤسسات التوسط المالي، ويأتي تناول الأسواق المالية في السياق من حيث وصف آليات عملها، والمشاركين الأساسيين، وأهدافهم، وموضوعات تداولهم، إذ يتبين للطالب بنية أسواق المال من حيث التنظيم، والإشراف، وإجراءات التداول، ويتعرّف على أنواع الحسابات وأنماط التداول والمتاجرين. يلي ذلك تناول كل سوق على حدة بتفصيل أكبر من حيث الأدوات في القسمين الثاني والثالث، إذ خصص القسم الثاني لأسواق النقد والصرف الأجنبي وأسواق رأس المال، من ثم عرض في القسم الثالث لأسواق المشتقات والرهون العقارية. ويأتي القسم الرابع على موضوعات ذات صلة بقياس حركة السوق والأسعار، من خلال دراسة مؤشرات أسواق المال وطرائق ترجيحها لننتقل بعدها إلى البحث في تسعير الأوراق المالية وتقييمها والاقترابات المتبعة في عمليات التقييم. وقد عرض في هذا القسم من الكتاب، وفق منهجية واضحة لموضوعة التحليل الفني، لكونه قد بدأ يصبح في جزء كبير منه مادة علمية تدخل في العديد من استراتيجيات التداول ونمذجة الأسواق. ليختتم هذا القسم من الكتاب بعرض مفصل لكفاءة السوق، ومستوياتها، واختبارات كل صيغة من صيغها، وربط ذلك كله بما يجري في الواقع العملي والنماذج في هذا السياق. انتهى الكتاب في القسم الخامس، بعرض تشكل السعر وتأثير السوق ودراستها، وذلك في إطار ما يطلق عليه: "البنية الجزئية" للسوق المالي، من ثم تناول لأهم نماذج الهامش السعري النظرية، وربط ذلك بالتطور الكبير الحاصل في الأسواق، من حيث التداول الإلكتروني والروبوته، والحاجة إلى نمذجة السوق.

وقد جرى توزيع موضوعات هذا الكتاب إلى أقسام؛ بحيث يخدم كل قسم وظيفة محددة تسمح بالتعاطي مع موضوعاته بمرونة، من دون التأثير في التكامل بين هذه الموضوعات، وبناء عليه، يتكون القسم الأول

من أربعة فصول، تتناول النظام المالي، والتوسط والسوق المالي، إذ تم التمهيد لذلك في الفصل الأول. لننتقل بعدها إلى الفصل الثاني، حيث الحديث عن تنظيم السوق المالي وأنواعه والمشاركين فيه، وتعرض الفصل الثالث للحسابات، والوسطاء وعمولاتهم، والأوامر التي يتم العمل بها. وجاء الفصل الرابع مكماً في سياقه، ليدرس الهامش السعري وأنماط المتاجرة. جرى الانتقال بعدها إلى القسم الثاني، المكون من ثلاثة فصول، ندرس فيها السوق النقدي وأسواق الصرف الأجنبي ونهي القسم بأسواق رأس المال في الفصل السابع، واستكملنا التفصيل في أنواع الأسواق في الفصلين الثامن والتاسع، إذ تمت دراسة أسواق المشتقات في الثامن والرهن العقاري في التاسع. وقد ركزنا في القسم الرابع على مؤشرات أسواق المال في الفصل العاشر، وفصلنا في بنية معدل الفائدة، ومداخل تحديد القيمة الحقيقية والتحليل الأساسي في الفصل الحادي عشر، إذ تناولنا بالتفصيل نماذج تقييم الأوراق المالية. من ثم قمنا بعدها بتناول التحليل الفني، هذا التحليل الذي عدّ خارج نطاق الإهتمام الأكاديمي الجدي والرصين أو المنهجية العلمية غالباً. إلا أن التطورات في العقود الأخيرة، وإغناء هذا النوع من التحليل بالنماذج الرياضية والإحصائية، وقياس الظواهر والأنماط التي يقوم عليها، ودخول جزء كبير منها في بناء برمجيات التداول المتقدمة والنمذجة، كلها قد أدت إلى إدماج هذا النوع من التحليل في المقررات الدراسية لأسواق المال. وبناء عليه، فقد أشرنا إلى ما هو تحليل فني صرف، يعتمد على قراءة ذاتية، وما يمكن أن يعدّ تحليلاً علمياً جدياً قائماً على أسس موضوعية، ويقدم بديلاً لصنع القرار في التداول أو عدمه. نهي الكتاب بالقسم الخامس، إذ خصصنا الفصل الرابع عشر منه لتشكيل السعر، وأثر السوق، وقياس هذا الأثر؛ لما له من صلة بعمليات الإدراج، وتأثيره في سيولة السوق والهامش السعري، من ثم تأثيره في حجوم التداول، وتقلب السوق أو استقراره. ولكون ما سبق الإشارة إليه في الفصل الرابع عشر يشكل تحدياً لما يسمى صناعة الأسواق، ويضاف إلى التحدي المتمثل بالمتاجرة الإلكترونية (الروبوتة)، فقد خصصنا الفصل الخامس عشر لتناول أهم نظريات الهامش السعري، والتي تتدرج ضمن ما يطلق عليه: ("البنية الجزئية" للسوق المالي)، وتمثل أحدث التطويرات النظرية في هذا المجال.

تتكامل موضوعات هذا الكتاب مع مفردات مقرر إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية كثيراً، لكون نظرية المحفظة الإستثمارية تمثل ركائز نظرية تقوم عليها عمليات التقييم ودراسة الأسواق إلى جانب التحليل الأساسي والفني. وتتقاطع موضوعات الأسواق المالية مع موضوعات الإدارة المالية في نواح عدة، ومع التمويل الدولي في الجزء المرتبط بأسواق الصرف الأجنبي. وكما أشرنا في البداية؛ فإن دراسة الأسواق المالية تشمل تخصصات عديدة. لقد انتقل تخصص الأسواق إلى مستوى جديد غير معهود، وذلك مع تدفق التخصصات الأخرى من الرياضيات، والإحصاء، وصولاً إلى الفيزياء، والهندسات؛ فقد أصبح من صلب دراسة الأسواق نظريات محددة في علم النفس الجمعي، ونظرية الفوضى والتردد العالي والضجة، وغير ذلك.

استناداً إلى ما سبق الإشارة إليه أعلاه؛ فإن الكتاب يتناول الموضوعات التخصصية الأساسية في الأسواق المالية، ويقدم نوعاً من التجانس في تناول، والمنهجية في العرض، وذلك بين مدرجت عليه الأسواق التقليدية وما حصل من تطورات لاحقة.

وقد عرضت الموضوعات بطريقة تثير انتباه الطالب، وتدفعه إلى التساؤل والبحث عن الإجابات، من ثم التوسع وتعميق المعرفة. وزوّد النص بالرسوم التوضيحية والأشكال البيانية والجدول والتمارين المحلولة، إضافة إلى مناقشة حالات واقعية، ومستجدات في الموضوع المدروس، وقد وضعت ضمن أطر متميزة بين استمرارية مع النص والموضوع، أوتباين ومقابلة له. كما أدرج في نهاية كل قسم ملخص لما جاء في فصوله، وقائمة بالمصطلحات المفتاحية الواردة ضمن هذه الفصول، وقائمة أخرى تضم أسئلة وتمارين ذات صلة. وتيسيراً على الطالب، وفي حال الرغبة بالتوسع، أدرجت قائمة بالمراجع والمصادر للقراءة اللاحقة، وقائمة بعناوين صفحات ومواقع من الشبكة، للتعرف على المصادر المفتوحة بموضوعات القسم المعني.

تمثل الهدف من الكتاب، في تقديم المادة العلمية الملائمة منهجياً، والمتكاملة، والمحدثة، وذلك بما يلائم المجموعة المستهدفة، والفرض العلمي المقرر، أي مقرر الأسواق المالية لطلبة السنة الرابعة في كلية الاقتصاد، وتخصص التمويل والمصارف تحديداً.

2019/7/5

## بنية الكتاب

أعد النص ونظم بطريقة تراعي المرونة اللازمة للمدرس والطالب في التناول. إذ يمكن إعطاء القسم الأول كاملاً، من ثم الفصلين الخامس والسابع من القسم الثاني، والفصل الثامن من القسم الثالث، والإنهاء بالفصلين العاشر والثالث عشر، من القسم الرابع. ويتمثل البديل العادي بإضافة الفصلين الحادي عشر والثاني عشر من القسم الرابع إلى البديل الأول المختصر، ويضم البديل الكامل باقي الفصول، أو مباحث محددة ضمن كل فصل، في حال توافر الوقت والاستيعاب الجيد.

القسم الأول - بنية السوق المالي											
الفصل 1			الفصل 2			الفصل 3			الفصل 4		
1م	2م	3م	1م	2م	3م	1م	2م	3م	1م	2م	3م

القسم الثاني - أسواق النقد وأسواق رأس المال									
الفصل 5			الفصل 6				الفصل 7		
1م	2م	3م	1م	2م	3م	4م	1م	2م	3م

القسم الثالث - أسواق المشتقات وأسواق الرهن العقاري							
الفصل 8				الفصل 9			
1م	2م	3م	4م	5م	1م	2م	3م

القسم الرابع - مؤشرات أسواق المال، تسعير وتقييم الأوراق المالية											
الفصل 10			الفصل 11			الفصل 12			الفصل 13		
1م	2م	3م	1م	2م	3م	1م	2م	3م	1م	2م	3م

القسم الخامس - في البنية الجزئية لسوق المالي (نماذج الهامش سعري)					
الفصل 14			الفصل 15		
1م	2م	3م	1م	2م	3م

الفصل  
التمهيدي

الفصل التمهيدي: القيمة والزمن

**Time Value of Money** المبحث الأول: القيمة الزمنية للنقود  
**Effective Annual Interest Rate** معدل الفائدة السنوي الفعلي  
المبحث الثاني: معدل العائد المرجح زمنياً والمرجح نقدياً  
**Time Weighted & Money Weighted Rate of Return**  
**Internal Rate of Return** معدل العائد الداخلي  
مردود الخصم المصرفي والمردود عن مدة الاحتفاظ  
**Bank Discount Yield & Holding Period Yield**  
مردود سوق النقد ومكافئ مردود السند  
**Money Market Yield & Bond Equivalent Yield**

## المبحث الأول

### القيمة الزمنية للنقود: معدل الفائدة السنوي الفعلي

## Time Value of Money: Effective Annual Interest Rate

### الأهداف التعليمية:

1. فهم القيمة الزمنية للنقود وتفسيرات أسعار الفائدة.

2. إدراك مفاهيم الفائدة والمعدل الفعلي السنوي.

### القيمة الزمنية للنقود TVM

يقوم مفهوم القيمة الزمنية للنقود الأساسي TVM على أن: الليرة اليوم تساوي أكثر من ليرة تتلقاها في المستقبل، أو بعبارة أخرى: لكي تتخلى عن ليرة اليوم، يجب أن تحصل على أكثر من ليرة في وقت لاحق. وبناءً عليه: إذا عرض عليك أن تتلقى ليرة واحدة بعد سنة من الآن، مقابل ليرة واحدة اليوم، لا يمكننا تسمية ذلك: "تجارة"! غير أنه إذا عرض عليك 1.20 ليرة بعد سنة من الآن، يمكن عدّ ذلك بمنزلة عائد جيد!. تتوقف العلاقة بين قيمة المال في المستقبل وقيمة المال نفسه اليوم على مقدار ما تعتقد أنك قادر على كسبه، خلال المدة المعنية، وبعبارة أخرى: إنه يعكس تكلفة الفرصة البديلة Opportunity Costs، ويقاس ذلك باستخدام معدل الفائدة المركبة Compound Interest Rate.

### تفسيرات أسعار الفائدة

### Interpretations of interest rates

يمكن التفكير بأسعار الفائدة بثلاث طرائق مختلفة، وهي كالآتي:

- 1) معدل العائد المطلوب Required rate of return. يمثل الحد الأدنى من معدل العائد، الذي يكون المستثمر أو المدخر على استعداد عنده لإقراض أمواله.
- 2) معدل الخصم Discount rate. يستخدم مفهوم معدل الخصم بالتبادل مع معدل العائد المطلوب، ويمثل المعدل الذي يجب خصم الاستثمار به رجوعاً إلى الوقت الحالي. إذا كان بإمكانك كسب 5% على أموالك؛ فإن ذلك يمثل المعدل الواجب عليك استخدامه لخصم أية ليرات تأتيك في المستقبل، وذلك كي تحصل على القيمة الحالية المكافئة.
- 3) تكلفة الفرصة البديلة Opportunity cost. توضح تكلفة الفرصة البديلة، مبادلة بين الأنشطة، ويتم تعريفها عادة على أنها أفضل بديل تم التخلي عنه، وفي هذا السياق يوجد مبادلة بين إنفاق الأموال اليوم مقابل استثمارها في المستقبل، وإن سعر الفائدة، يمثل تلك المبادلة.

ويتكون معدل الفائدة فعلياً من عناصر عدة مختلفة هي الآتية:

1. المعدل الحقيقي الخالي من المخاطرة The real risk free rate. معدل العائد النظري الذي يفترض أنه لا يوجد عنده خطر ولا يوجد تضخم.
  2. معدل التضخم المتوقع Expected inflation: نتوقع أن يزيد التضخم الأسعار عموماً، مما يقلل من قيمة الليرة في المستقبل. ومجموع سعر الفائدة الخالي من المخاطرة ومعدل التضخم المتوقع، هما: سعر الفائدة الاسمي الخالي من المخاطرة.
  3. مخاطرة عدم السداد Default risk: وهي المخاطرة المتمثلة في عدم دفع المقترض في الوقت المحدد أو عدم دفعه مطلقاً.
  4. مخاطرة السيولة Liquidity risk: مخاطر تلقي أقل من القيمة العادلة Fair Value، إذا كان عليك البيع بسرعة.
  5. مخاطرة الاستحقاق Maturity risk. كلما طالت مدة الاقتراض زادت المخاطر.
- وأخيراً، يساوي معدل الفائدة المطلوب:
- معدل الفائدة المطلوب = المعدل الخالي من المخاطرة الحقيقي + التضخم + مخاطرة التخلف عن السداد + علاوة السيولة + علاوة مخاطر الاستحقاق.

$$RRI = RFR + IR + DR + LRP + MRP$$

إن لكل ورقة مالية نقيمتها معدل فائدة توازني، مختلفاً قليلاً، لماذا؟ لأن سعر الفائدة سيعكس الخصائص الأساسية للورقة، أو مختلف عوامل المخاطرة.

### أسعار الفائدة المركبة

تستند القيمة الزمنية للنقود على مفهوم رئيس آخر، وهو فكرة الفائدة المركبة، والتي تقول: إن أي عوائد تكسبها خلال مدة واحدة تركب أو تضاف في المدة القادمة ويحدث هذا لأن الفائدة التي اكتسبتها في مدة واحدة تبدأ في كسب فائدها في المدة التالية. وبما أن هذه العملية تتكرر مراراً وتكراراً؛ فقد يكون التأثير على عوائد الاستثمار كبيراً. تذكر أن: الوقت مال! "Time is Money"

$$FV = PV(1 + r)^t$$

وللتعرف بالضبط إلى مدى كون القيمة المستقبلية أعلى، يجب علينا تقدير القيمة اللاحقة باستخدام معدل فائدة مركب لحساب التدفقات النقدية لكل مدة. وإذا أعطينا القيمة المستقبلية لليرة فيجب علينا خصم هذه الليرة مرة أخرى رجوعاً إلى اليوم من أجل حساب قيمتها الحالية، وذلك على أساس معدل العائد.

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^t}$$

**تمرين رقم (1).** إذا استثمرنا مبلغ (\$1000)، لمدة سنة، وبفائدة 12%، يصبح المبلغ في نهاية السنة:  
 $1000 + 1000 * (0.12) = \$1120$

وفي نهاية السنة الثانية، عند معدل الفائدة نفسه:

$$1000 + 1000 * (0.12) + 1000 * (0.12) = \$1240$$

### المعدل السنوي الفعلي EAR

يحدث أي تدفق نقدي اليوم عند الزمن:  $(t = 0)$ .

حدثت التدفقات النقدية في المثال السابق في نهاية مدة ما، الأولى أو الثانية. ويمكن ضبط التدفقات النقدية في بداية المدة أيضاً. يمكننا على سبيل المثال تفسير  $(t = 3)$ ، إما بنهاية السنة الثالثة أو بداية السنة الرابعة. إن التدفقات النقدية التي تحدث في نهاية مدة معينة هي المعتادة والمتفق عليها. كلما ارتفع سعر الفائدة، أو كلما زاد الوقت الذي نأخذه في الاعتبار، ارتفعت القيمة المستقبلية للاستثمار Future Value. وكلما ارتفع سعر الفائدة، أو كلما زاد الوقت الذي نأخذه في الاعتبار، انخفضت القيمة الحالية Present Value، إذا كنا نعمل في الاتجاه الآخر، ولتسهيل المقارنة، يتم إعطاء معظم أسعار الفائدة كمعدل سنوي مععلن. وفي حال دفعت الفائدة، أتم تركيبها أكثر من مرة خلال السنة؛ فإن المعدل السنوي الحقيقي يصبح معدلاً سنوياً فعلياً (EAR).

$$EAR = (1 + r)^c - 1$$

**تمرين رقم (2).** ما المعدل السنوي الفعلي لفائدة بسيطة (16%) يتم تركيبها على أساس نصف سنوي؟ وما

المعدل في حال تركيبها على أساس ربعي؟

أولاً- على أساس نصف سنوي:

$$r = \frac{0.16}{2} = 0.08$$

$$EAR = (1 + 0.08)^2 - 1 = 16.64\%$$

ثانياً- على أساس ربعي:

$$r = \frac{0.16}{4} = 0.04$$

$$EAR = (1 + 0.04)^4 - 1 = 16.98\%$$

**تمرين رقم (3).** نفترض أن لدينا 10% مردود سنوي يتم تركيبه على أساس شهري، فما المعدل السنوي

الفعلي؟

$$EAR = (1 + 0.10/12)^{12} - 1 = 1.008333^{12} - 1 = 10.4713\%$$

المبحث الثاني

معدل العائد: المرّجح زمنياً والمرّجح نقدياً

Time Weighted & Money Weighted Rate of Return

الأهداف التعليمية:

1. تبين كيفية حساب عوائد المحفظة.

2. فهم المردود على أدوات الدخل الثابت.

معدل العائد الداخلي IRR

إذن: فإن 1000 ليرة الآن، تساوي 1100 ليرة في السنة القادمة عند معدل فائدة 10%.

إن القيمة الحالية لمبلغ 1100 ليرة، تتولد في السنة القادمة، يساوي 1000 ليرة.

**تمرين رقم (4)**. تلقيت وعداً بقبض 900 ليرة بعد ثلاثة سنوات من الآن، ما قيمتها الحالية، إذا كان معدل

الفائدة 10%؟

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^t}$$

$$PV = \frac{900}{(1+0.10)^3} \approx 676.18$$

تعني النتيجة السابقة: أن مبلغ 676.18 ليرة الآن، يساوي 900 ليرة بعد ثلاث سنوات، عند معدل فائدة 10%.

**تمرين رقم (4-1)**: لنجرب الآن معدل فائدة 6%!

$$PV = \frac{900}{(1+0.06)^3} \approx 755.66$$

أصبح الآن مبلغ 900 ليرة يأتينا بعد ثلاثة سنوات مساوياً 755.66 ليرة.

**تمرين رقم (5)**. استثمرت مبلغ 500 ليرة، وحصلت في العام القادم على 570 ليرة.

الخارج: 500 ليرة الآن، أي القيمة الحالية هي: (-500).

الداخل: 570 ليرة بعد سنة، تصبح الآن:

$$PV = \frac{570}{(1+0.10)^1} \approx 518.18$$

والصافي: 500 - 518.18 = 18.18 ليرة.

إذن عند معدل فائدة 10%؛ فإن صافي القيمة الحالية NPV، لاستثمارك هو: 18.18 ليرة.

**تمرين رقم (5-1)**. إذا أخذنا المعطيات نفسها، ولكن عند معدل فائدة 15%.

الخارج: 500 ليرة الآن، أي القيمة الحالية هي (-500).

الداخل: 570 ليرة بعد سنة، تصبح الآن:

$$PV = \frac{570}{(1+0.15)^1} \approx 495.65$$

والصافي:  $500 - 495.65 = -4.35$  ليرة.

إذاً، عند معدل فائدة 15%، فإن صافي القيمة الحالية NPV، لاستثمارك هو - 4.35 ليرة (قد أصبح سالباً)

**تمرين رقم (5-2)**. ما الذي يجعل صافي القيمة الحالية مساوياً الصفر تماماً؟

نحاول مرة أخرى عند معدل فائدة 14%.

الخارج: 500 ليرة الآن أي القيمة الحالية هي (-500).

الداخل: 570 ليرة بعد سنة، تصبح الآن:

$$PV = \frac{570}{(1+0.14)^1} = \frac{570}{1.14} = 500$$

$$NPV = \sum_{t=0}^N \frac{CF_t}{(1+r)^t} - CF_0$$

$$NPV = 500 - 500 = 0$$

لقد اكتشفنا معدل العائد الداخلي. إنه 14%، إذ إنه يجعل صافي القيمة الحالية لاستثمارك، تساوي الصفر

تماماً.

IRR:

$$0 = CF_0 + \frac{CF_1}{(1+IRR)} + \frac{CF_2}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{CF_N}{(1+IRR)^N}$$

إن طريقة التخمين والتحقق هي الطريقة المعتادة في حساب معدل العائد الداخلي، مع أننا في الحالة البسيطة السابقة يمكننا استنتاجه مباشرة.

**تمرين رقم (6)**. لنفرض أننا استثمرنا مبلغ 2000 ليرة الآن؛ بحيث نتلقى تدفقات على مدى ثلاث سنوات

تعادل 100 ليرة، إضافة إلى 2500 ليرة نتلقاها نهاية السنة الثالثة، وليكن معدل الفائدة 10%.

القيمة الحالية الآن = - 2000 ليرة.

القيمة الحالية (السنة الأولى):  $1.10/100 = 90.91$  ليرة.

القيمة الحالية (السنة الثانية):  $1.10/100 = 82.64$  ليرة.

القيمة الحالية (السنة الثالثة):  $1.10/100 = 75.13$  ليرة.

القيمة الحالية للدفعة النهائية (السنة الثالثة):  $1.10/2500 = 1878.29$  ليرة.

بالجمع، نحصل على صافي القيمة الحالية وهي: 126.97 ليرة.

لنخمن معدلاً آخر، وليكن 12%.

القيمة الحالية الآن = - 2000 ليرة.

القيمة الحالية (السنة الأولى):  $1.12/100 = 89.29$  ليرة.  
 القيمة الحالية (السنة الثانية):  $1.12/100 = 79.72$  ليرة.  
 القيمة الحالية (السنة الثالثة):  $1.12/100 = 71.18$  ليرة.  
 القيمة الحالية للدفعة النهائية (السنة الثالثة):  $1.12/2500 = 1779.45$  ليرة.  
 بالجمع، نحصل على صافي القيمة الحالية:  $19.64$  ليرة.  
**لنخمن معدلاً آخر، وليكن 12.4%.**

القيمة الحالية الآن =  $2000$  ليرة.  
 القيمة الحالية (السنة الأولى):  $1.124/100 = 88.97$  ليرة.  
 القيمة الحالية (السنة الثانية):  $1.124/100 = 79.15$  ليرة.  
 القيمة الحالية (السنة الثالثة):  $1.124/100 = 70.42$  ليرة.  
 القيمة الحالية للدفعة النهائية (السنة الثالثة):  $1.124/2500 = 1760.52$  ليرة.  
 بالجمع، نحصل على صافي القيمة الحالية:  $0.94$  ليرة.

هذه نتيجة جيدة تجعلنا نتوقف لنقول: إن معدل العائد الداخلي هو 12.4%، وبمعنى آخر: يمكن أن يعطي الاستثمار 12.4% في حال تم الأمر كما هو مخطط له من قبلنا.

### معدل العائد المرجح زمنياً TWRR

هو: معدل النمو المركب في حساب ما على مدى مدة زمنية معينة، بمعنى أنه يقيس معدل تركيب الليرة الواحدة مع مرور الوقت.

تتم طريقة الحساب على الشكل الآتي: نحسب التدفقات النقدية الداخلة إلى المحفظة والخارجة منها خلال المدة المعنية، إذ نتعامل مع كل مدة، بين التدفقات النقدية كفترة احتفاظ خاصة، نقوم بعد ذلك بربط الفترات الفرعية المنفصلة، التي لم يحصل خلالها تدفق نقدي؛ لحساب المتوسط الهندسي للعائد. فإذا كان لدينا مدة 30 يوماً لم يحصل خلالها تدفق نقدي، تبعها مدة 90 يوماً، نحدد  $r_1$ ، على أنها 30 يوماً، و  $r_2$ ، على أنها 90 يوماً، وهكذا. وتأخذ صيغة الحساب الشكل الآتي:

$$TWRR = (1 + r_1)(1 + r_2)(1 + r_i) - 1$$

أي:

$$TWRR = [(1 + HPR_1)(1 + HPR_2) \dots (1 + HPR_n)] - 1$$

عند العمل على العائد المرجح زمنياً، نجزي إجمالي الاستثمار إلى مدد فرعية، تنتهي كل منها حيث يوجد سحب أو إيداعات مهمة، كما يمكن أن تنتهي بعد شهر، أو ربعية، أو حتى نصف سنة.

**تمرين رقم (7)**. يصوّر الجدول أدناه المعطيات عن القيمة السوقية لمحفظه ما، وذلك عند تواريخ مختلفة:

التاريخ	القيمة السوقية
31 كانون أول 2011	\$100000
31 كانون ثاني 2012	110000
30 نيسان 2012	103000
30 تشرين ثاني 2012	120000
31 كانون أول 2012	135000

وعلمنا أن المستثمر قد قام بسحب ( \$12000 ) بتاريخ الثالث من آذار 2012، وأودع مبلغ ( \$20000 ) في العشرين من كانون أول 2012. ما العائد المرجح زمنياً على المحفظة الاستثمارية؟  
الحل:

**الخطوة الأولى: تحديد فترات الاحتفاظ**

(استناداً إلى المعلومات المتوافرة يوجد أربع فترات (Holding Intervals):

(1) من 31 كانون أول 2011 إلى 31 كانون ثاني 2012 (HI<sub>1</sub>)

(2) من 31 كانون ثاني 2012 إلى 30 نيسان 2012 (HI<sub>2</sub>)

(3) من 30 نيسان 2012 إلى 30 تشرين ثاني 2012 (HI<sub>3</sub>)

(4) من 30 تشرين ثاني 2012 إلى 31 كانون أول 2012 (HI<sub>4</sub>)

**الخطوة الثانية: تحديد السحوبات والإيداعات**

أ. سحب مبلغ ( \$12000 ) بتاريخ 3 آذار 2012، ويقع ضمن الفترة الثانية (HI<sub>2</sub>)

ب. إيداع مبلغ ( \$20000 ) بتاريخ 20 كانون أول 2012، ويقع ضمن الفترة الرابعة (HI<sub>4</sub>)

**الخطوة الثالثة: حساب العائد عن فترات الاحتفاظ (HIR).**

$$HIR_1 = \frac{(110000-100000)}{100000} = 0.100$$

$$HIR_2 = \frac{(103000-110000+12000)}{110000} = 0.0455$$

$$HIR_3 = \frac{(120000-103000)}{103000} = 0.1650$$

$$HIR_4 = \frac{(135000-120000-20000)}{120000} = -0.0417$$

**الخطوة الرابعة: إضافة 1 إلى عوائد فترات الإحتفاظ، وأخذ الجداء، ومن ثمّ طرح 1.**

$$[(1 + 0.01) \times (1 + 0.0455) \times (1 + 0.1650) \times (1 - 0.0417)] - 1 = 0.2840$$

**الخطوة الخامسة: حساب العوائد على أساس سنوي.**

المعطيات أعلاه عن سنة واحدة فقط، من ثم لا حاجة لحساب العوائد على أساس سنوي، وفي حال كانت المعطيات، تغطي أكثر من سنة واحدة، فإننا نحتاج عندها إلى العمل وفق الصيغة الآتية:

$$ATWRR = (1 + \text{compounded } TWRR)^{1/n} - 1$$

إذاً، تبين النتيجة أن العائد المرجح زمنياً للمحفظة هو: 28.40%.

### معدل العائد المرجح نقدياً MWRR

هو العائد على جميع الأموال المستثمرة خلال فترة ما، أو يمكن تسميته: العائد المرجح بوحدة النقد، كأن نقول بالليرات. ويأخذ الصيغة الآتية:

$$MWRR = \sum_{t=0}^T \frac{CF}{(1+IRR)^t} = 0$$

**تمرين رقم (8).** اشترى مدير استثمار سهماً اليوم بسعر \$100، وينوي الاحتفاظ بالسهم لثلاث سنوات، ويجمع التوزيعات البالغة \$5 سنوياً. في نهاية السنة الثالثة يتوقع أن يكون قادراً على بيع السهم بسعر \$150. ما العائد المرجح نقدياً على هذه المحفظة الاستثمارية؟

الحل:

الخطوة الأولى: نحدد التدفقات الداخلة والخارجة

الداخلة: توزيعات (\$5 عن كل من السنة 1 و2 و3)، وبيع السهم (عند \$150 نهاية السنة الثالثة).

الخارجة: شراء السهم (السنة 0)

الخطوة الثانية: مقابلة التدفقات الداخلة مع الخارجة.

$$\frac{5}{(1+r)} + \frac{5}{(1+r)^2} + \frac{155}{(1+r)^3} = 100$$

الخطوة الثالثة: باستخدام الحاسبة، أو برنامج إكسل أو بالتجربة والخطأ، نصل إلى القيمة التقريبية، وتعادل 18.88%.

إن كلا الطريقتين أو المعدلين مناسبان لتقييم الأداء الاستثماري للمحفظة مع الزمن. غير أن طريقة

العائد المرجح زمنياً أكثر عملية. يوجد طريقة أخرى، وهي طريقة "ديتزر المعدلة" Modified Dietz rate of return، وهي أقل عملية من العائد المرجح زمنياً.

**إن العائد المرجح نقدياً هو ببساطة: معدل العائد الداخلي!**

**تمرين رقم (9).** اشترى مستثمر ما عشرة أسهم لشركة تكنولوجيا بسعر \$50 لكل سهم، وبعد سنة تسلم توزيعات بمقدار \$7 عن كل سهم، ثم باع أربعة أسهم بسعر \$55 لكل سهم. قرر المستثمر عدم إعادة

استثمار التوزيعات في نهاية السنة الثانية، باع الأسهم الستة الباقية بسعر \$60 للسهم. ما العائد المرجح نقدياً على هذا الاستثمار لمدة سنتين؟ اختر الإجابة الصحيحة من القيم داخل القوس!  
(15.76%, 15.76%, 16.31%, 18.67%)

العائد عن فترة الاحتفاظ  
Holding Period Return

$$HPR = \frac{(P_1 - P_0) + D_1}{P_0}$$

لن نتحدث عنه، ذلك أن الطالب يتعامل معه باستمرار، بل نورده على سبيل التذكير فقط.

المردود السنوي الفعلي ومردود سوق النقد

يمكن قياس المردود على أدوات سوق النقد التي تستحق في أقل من سنة عموماً، باستخدام الأساليب الآتية:

- (1) مردود الخصم المصرفي.
- (2) المردود السنوي الفعلي.
- (3) المردود عن مدة الاحتفاظ.
- (4) مردود سوق النقد.

مردود الخصم المصرفي

**Bank Discount Yield**

تسعر أدوات الخصم المصرفية، وأبرزها أذونات الخزنة أو أوراق الخزنة، وذلك بطريقة مختلفة عن سندات الدخل الثابت الأخرى. إذ لا تدفع الأذونات على سبيل المثال فائدة على القسيمة أو الكوبون، وبدلاً من ذلك يتم تسعيرها على أساس مخصوم من القيمة الاسمية. إذ يشتري المستثمر أذن الخزنة مخصوماً من قيمته الاسمية، ويتلقى القيمة الاسمية عند الاستحقاق.

إن معدل العائد النقدي هو ببساطة: مقدار الخصم من القيمة الاسمية، وعندما نحسب معدل العائد نخصم على أساس القيمة الاسمية، وليس وفق سعر الشراء الفعلي. إن مردود الخصم المصرفي BDY يبنى على الفائدة البسيطة لا المركبة.

يتم حساب مردود الخصم المصرفي وفق الصيغة الآتية:

$$R_{BD} = \left(\frac{D}{F}\right) \times \left(\frac{360}{t}\right)$$

أو: (القيمة الاسمية - السعر) / القيمة الاسمية  $\times (360 / t)$

إذ:  $D$  = القيمة الاسمية - السعر،  $F$  القيمة الاسمية للورقة أو الأذن، و  $t$  هي: المتبقي لحين الاستحقاق محسوباً بالأيام، و 360 عدد أيام السنة.

ملاحظة: الخصم = القيمة الاسمية - السعر

**تمرين رقم (10).** أذن خزانة قيمته الاسمية \$100000، يتاجر به عند سعر \$99450، ويستحق بعد 60 يوماً.

$$R_{BD} = \left(\frac{100000}{99450}\right) \times \left(\frac{360}{60}\right) = 0.033 = 3.3\%$$

إذن: إنه نسبة من القيمة الاسمية بدلاً من السعر، ويستخدم 360 يوماً بدلاً من 365، والفائدة غير مركبة. نتعرض لمردود الخصم المصرفي لاحقاً في الفصل الخاص بالسوق النقدي من هذا الكتاب.  
المردود عن مدة الاحتفاظ

يقيس العائد السنوي على الاستثمار في أدوات سوق النقد، مع الأخذ بالحسبان للمتبقي من عمر الأداة لحين استحقاقها، وقيمتها الاسمية face value/par value، وتستخدم الصيغة الآتية في عملية الحساب:

$$HPY = \frac{(P_1 - P_0 + D_1)}{P_0}$$

**تمرين رقم (1-10).** استناداً على معطيات المثال رقم(10):

$$HPY = \frac{(100000 - 99450)}{99450} = 0.55\%$$

$$HPY = (100,000 - 99,450)/99,450 = 0.55\%$$

**ملاحظة:** يجب تضمين أية فوائد في 'D' مع العلم إن أذون الخزانة تباع على أساس الخصم.

**سؤال:** أذن خزانة قيمته الاسمية \$10000 يباع بسعر \$9950، والباقي لحين استحقاقه 50 يوماً. احسب المردود عن مدة الاحتفاظ!

C. 0.35 %

A. 0.03255 %

D. 0.042 %

B. 0.45 %

**المردود السنوي الفعلي**

يقوم المردود السنوي الفعلي على تحويل العائد عن فترة الاحتفاظ إلى سنوي، ويبنى على الفائدة المركبة.

$$EAY = (1 + HPR)^{\frac{365}{t}}$$

أو باستخدام المردود عن مدة الاحتفاظ:

$$EAY = (1 + HPY)^{\frac{365}{t}} - 1$$

**تمرين رقم (2-10).** استناداً على معطيات المثال رقم(10) يمكننا حساب المعدل على الشكل الآتي:

$$EAY = (1 + 0.0055)^{\frac{365}{60}} - 1$$

مردود سوق النقد

Money Market Yield

يقوم على تحويل مردود الخصم المصرفي لأوراق الخزانة إلى أساس 360 يوماً، كما هو حال أدوات الفائدة الأخرى.

يحسب مردود سوق النقد على الشكل الآتي:

$$r_{MM} = HPR \times \frac{360}{t}$$

- من العائد عن فترة الاحتفاظ:  
ومنه:  $\frac{(Face\ Value - Price)}{Price} \times \left(\frac{360}{days}\right)$   
- أو:

$$r_{MM} = \frac{360 \times r_{bd}}{360 - (t)(r_{bd})}$$

**تمرين رقم (11).** أذن خزانة قيمته الاسمية \$100,000، يباع بسعر \$98,000، ويستحق بعد 180 يوماً.  
 $r_{MM} = (\$100,000 - \$98,000 / \$98,000) \times 360 / 180 = 0.0204 \times 2 = 0.0408$ , or 4.08 %

يختلف مردود سوق النقد قليلاً عن مردود الخصم المصرفي، الذي يحسب على أساس القيمة الاسمية، لا على أساس سعر الشراء، ومع ذلك؛ يمكن أن يحسب مردود سوق النقد باستخدام مردود الخصم المصرفي:

مردود سوق النقد = مردود الخصم المصرفي × (القيمة الاسمية / سعر الشراء)

مردود سوق النقد = مردود الخصم المصرفي / {1 - (القيمة الاسمية - سعر الشراء / القيمة الاسمية)}

حيث: مردود الخصم المصرفي = (القيمة الاسمية - سعر الشراء) / (القيمة الاسمية × 360) / المتبقي لحين الاستحقاق

لفهم مردود سوق النقد، من الضروري وجود حساب سوق نقد. تعرض المصارف حسابات سوق النقد لحاجتها إلى اقتراض الأموال في الأجل القصير لملاقاة متطلبات الاحتياطي والمشاركة في السوق بين المصارف. أخذاً بالحسبان لمردود الخصم المصرفي  $r_{BD}$  فإن مردود سوق النقد يعطى بالعلاقة الآتية:

$$r_{MM} = (360 * r_{BD}) / \{360 - (t * r_{BD})\}$$

**تمرين رقم (12).** استناداً على معطيات المثال رقم (10):

$$r_{MM} = (360 * 0.033) / \{360 - (60 * 0.033)\} = 3.318\%$$

تحويل مردود الخصم المصرفي إلى مردود سوق النقد

نستطيع إيجاد مردود سوق النقد؛ إذا علمنا مردود الخصم المصرفي، وذلك باستخدام الصيغة الآتية:

$$MMY = \frac{360 \times BDY}{360 - t \times BDY}$$

**تمرين رقم (13).** توفرت لدينا البيانات أدناه عن أذن خزانة، والمطلوب: حساب مردود سوق النقد؛ إذا علمنا

أن مردود الخصم المصرفي على الورقة هو 1.32000%:

أجل الورقة	تاريخ المزاد	تاريخ الإصدار	تاريخ الاستحقاق	السعر لكل \$100
13 أسبوعاً	2018/12/11	2018/12/14	2019/3/15	99.666333

يوجد طريقتان لحساب مردود سوق النقد هما: الطريقة المباشرة باستخدام السعر والقيمة الاسمية، وتتم الثانية بتعديل مردود الخصم المصرفي.

$$(1) \text{ مردود سوق النقد} = 91/360 \times 99.666333/99.666333 - 100 = 1.3244\%$$

$$(2) \text{ مردود سوق النقد} = 1.32\% \times 360 / 360 - 91 = 1.3244\%$$

مكافئ مردود السند

### Bond Equivalent Yield

يساعد حساب مكافئ مردود السند في تحديد المردود السنوي لاستثمار ما لا يعطي مدفوعات سنوية، ويسمح هذا التحليل للمستثمر بالمقارنة بين أوراق الدخل الثابت التي لا تعطي مدفوعات سنوية، أو تباع بخصم مع الأوراق التي تعطي مردوداً سنوياً.

$$\frac{(Face\ Value - Price)}{Price} \times \left(\frac{365}{days}\right)$$

**تمرين رقم (14).** في حال قررت أن تحسب مكافئ مردود سند قيمته الاسمية \$2000 اشتري بسعر خصم يساوي \$1900، والباقي لحين استحقاقه 100 يوم.

$$\{(\$2,000 - \$1,900) / \$1,900\} \times (365/100) \times 100$$

$$(100/1,900) \times 3.65 \times 100 = 0.0526 \times 3.65 \times 100$$

$$= 19.21\%$$

**تمرين رقم (15).** اشترى مستثمر سناً بكوبون صفري قيمته الاسمية \$1000 بسعر \$900، ويتوقع أن يحصل على القيمة الاسمية بعد ستة أشهر، ومن ثم يكسب \$100.

$$1. \text{ لنحصل على العائد على الاستثمار: } 11\% = 900/(900 - 1000)$$

$$2. \text{ نحول العائد إلى سنوي: } (11\% \times 365) / (2/365), \text{ ومنه فإن مكافئ مردود السند هو: } 22\%$$

**تمرين رقم (16).** يستحق سند بعد 100 يوم، وقيمته الاسمية \$1000، اشتري بسعر خصم \$975.

$$\text{مكافئ مردود السند} = \{975/(975 - 1000)\} \times (100/365) = 0.0935 \text{ أو } 9.35\%$$

القسم الأول: بنية السوق المالي

## Section One

الفصل الأول- النظام المالي، التوسط والسوق المالي

الفصل الثاني- تنظيم السوق المالي وأنواعه، المشاركون

والإصدارات

الفصل الثالث- الحسابات، الوسطاء والعمولات، الأوامر

الفصل الرابع- الهامش السعري، التداول وأساليبه



## الفصل الأول

النظام المالي، التوسط والسوق المالي

**Financial System, Intermediation and Financial Market**

المبحث الأول: النظام المالي **Financial System**

المبحث الثاني: التوسط المالي، مؤسساته ووظائفه **Financial Intermediation**

المبحث الثالث: السوق المالي ووظائفه **Financial Market**

المبحث الأول  
النظام المالي  
Financial System

الأهداف التعليمية:

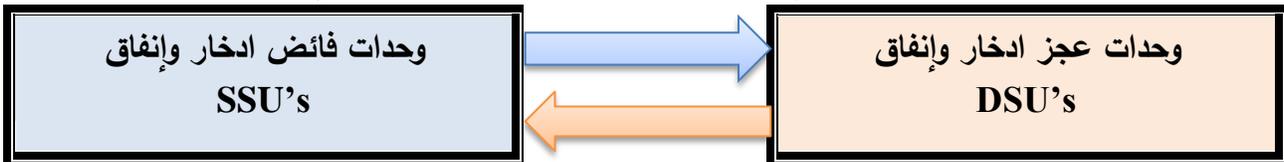
1. تحديد وفهم نموذج النظام المالي.
2. تحليل النظام المالي من منظور مؤسسي ووظيفي.
3. توضيح التباين بين الأنظمة المالية الموجهة بالسوق المالي والموجهة بالمصارف.

1-1-1 نموذج النظام المالي

Financial System Model

تصنّف مختلف الوحدات في الاقتصاد على نطاق واسع، إلى قطاع الشركات أو الأعمال، والقطاع الحكومي والعائلي. وتمر كل من هذه الوحدات، أثناء القيام بالنشاط في حالة فائض، عجز أو توازن، من ثم توجد وحدات أو أفراد لديهم أموال فائضة، ووحدات أو أفراد لديهم عجز. ويأتي تسهيل تدفق الأموال من مناطق الفائض إلى مناطق العجز من خلال النظام المالي. بناءً عليه فإن النظام المالي هو النظام الذي يسمح بتبادل الأموال بين المقرضين والمقترضين، أو بين الوحدات التي لديها فائض من الادخار المتاح للإنفاق "SSU"، والأخرى التي لديها عجز في الادخار اللازم للإنفاق "DSU"، كما يتبين من الرسم التوضيحي رقم (1-1-1-1).

الرسم التوضيحي رقم (1-1-1-1). نموذج النظام المالي



يقوم عمل النظام المالي على مبادئ أساسية، حيث للزمن قيمة، والمخاطرة تقتضي تعويضاً أو مكافأة، كما أن المعلومات تشكل أساس القرارات، وتتحدد الأسعار في الأسواق، ويتم توزيع الأصول وتخصيصها. لا يمكن للاقتصاد الحديث أن يكون من غير نظام مالي كفاء، حيث يتكوّن هذا النظام من الأسواق، والمؤسسات، والقوانين، والتشريعات، والضوابط، والتقنيات التي يتم من خلالها المتاجرة بالسندات، والأسهم، والأوراق المالية الأخرى، وتتحدد معدلات الفائدة، ويتم إنتاج وتقديم الخدمات المالية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> . Rose and Marquis, (2009)- Money and capital markets : financial institutions and instruments in a global marketplace, p. 3

إذن: يتألف النظام المالي من وحدات مؤسسية وأسواق تتفاعل فيما بينها بطريقة متشابكة هادفة إلى تعبئة الأموال للاستثمار، وتقديم التسهيلات التي تضم نظام التسوية لغرض تمويل النشاط التجاري. إن هذه المجموعة المعقدة من المؤسسات المرتبطة في ما بينها، مع الوكلاء والممارسات، الأسواق والتعاملات في الاقتصاد، هي التي تشكّل النظام المالي، ونستطيع أن نحدد مكونات النظام المالي كما في الرسم التوضيحي رقم(1-1-1-2).

الرسم التوضيحي رقم(1-1-1-2). مكونات النظام المالي



يتضح أعلاه أن النظام المالي عبارة عن تركيبة لمختلف المؤسسات والأسواق، الأدوات والضوابط. وبناء عليه يشمل النظام المالي: مؤسسات مصرفية وغير مصرفية، والأسواق والأدوات المالية، ومؤسسات رقابة وإشراف بما فيها المصرف المركزي. وكما نوهنا أعلاه، تستخدم النقود لتسوية المستحقات أو المدفوعات، وفي عمليات الائتمان والتمويل. من ثم يمكن أن يشمل النظام المالي ما يأتي:

- 1) الأسواق والأدوات المالية.
- 2) المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية، التي تؤمن الوصول إلى الأسواق والأدوات المالية.
- 3) المؤسسات الرقابية والمصرف المركزي.
- 4) النقود، وهي ما يستخدم للقيام بتسوية المدفوعات، وحساب الديون والقروض، وغير ذلك.

## 2-1-1 النظام المالي: المؤسسات والوظائف

### Financial System: Institutions and Functions

يمكننا تناول النظام المالي عموماً، وفق منظورين:

أولاً- المنظور المؤسسي: إذ يشمل النظام المالي كلاً من الأسواق، والأدوات، والوسطاء، والوكلاء والعملاء وما إلى ذلك؛

ثانياً- المنظور الوظيفي: إذ يوفر النظام المالي تخصيصاً وتوزيعاً للموارد الاقتصادية عبر الزمان والمكان وفي بيئة من عدم اليقين.

### 1-2-1-1 المنظور المؤسسي

تتضمن المكونات المؤسسية للنظام المالي كما هو واضح ما يأتي:

- (1) أدوات الأسواق المالية: الأسهم، أدوات الدخل الثابت، القروض والمشتقات.
  - (2) الوسطاء الماليين: البنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الاستثمار المشتركة، بنوك الاستثمار، رأس المال الاستثماري، شركات إدارة الأصول ومقدمي المعلومات الخ.
  - (3) التنظيم والبنية التحتية المالية: قواعد التداول، إنفاذ العقود، النظام المحاسبي، متطلبات رأس المال وغيرها.
  - (4) المنظمات الحكومية وشبه الحكومية: هيئة أسواق الأسهم، المصرف المركزي، وبالارتباط على المستوى الدولي، بنك التسويات الدولية، صندوق النقد والبنك الدوليين... إلخ.
- الرسم التوضيحي رقم (1-2-1-1). البنية المؤسسية للنظام المالي (مؤسسات النظام المالي)



## 1-2-2-1 المنظور الوظيفي

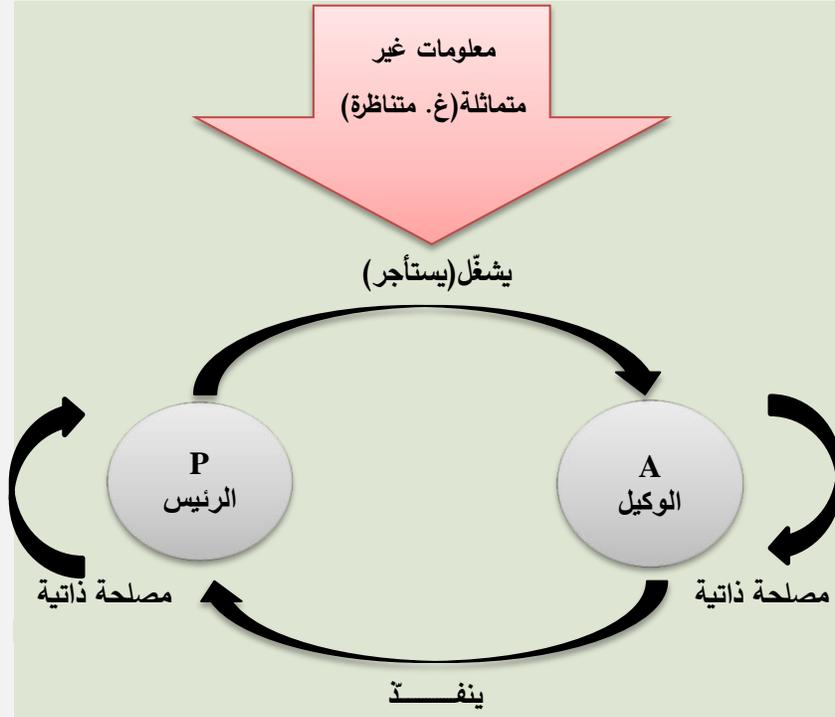
يوفر النظام المالي مجموعة الوظائف الآتية:

- 1) نقل الموارد المالية عبر الزمان (الصناديق التقاعدية مثلاً) والمكان (مثال: سوق المال العالمية، والاستثمارات المؤسسية).
  - 2) النقص وتسوية المدفوعات لتسهيل عمليات المتاجرة: الأموال، الشيكات، الصرافات الآلية، الرهون العقارية ومدفوعات الفائدة على الرهن العقاري... إلخ.
  - 3) تجميع الموارد Pooling لتنفيذ المشاريع الكبيرة عبر الأسهم، وصناديق أسواق المال، وصناديق الاستثمار المشتركة (التبادلية) وغيرها.
  - 4) توفير المعلومات لتنسيق عملية صنع القرار، أي: تسهيل تدفق المعلومات، أو "اكتشاف السعر"، مؤشرات الأسهم، معدلات الدخل والتقلبات... إلخ.
  - 5) التعامل مع ما يطلق عليه "مشكلة الوكالة"، والتخفيف من المخاطر الأخلاقية Moral Hazard، الاختيار المضاد Adverse Selection، ومشكلة ما يسمى: "الوكيل الرئيس" التي يتسبب بها عدم تناظر أو تماثل المعلومات Information Asymmetry، أو عدم التكافؤ أو التماثل في الحوافز المقدمة من خلال ما يطلق عليه "الضمانات الاحتياطية" Collateralization، وحوافز الأداء لدى الرؤساء التنفيذيين للشركات وما إلى ذلك.
  - 6) إدارة المخاطر، أي تجميع وتوصيف المخاطر، إدراجها وتجزئتها عبر شركات التأمين، وبعض المشتقات "غير المألوفة" Exotic Derivatives... إلخ.
- وسندرس ماورد أعلاه بخصوص مشكلة الوكالة، وعدم تناظر المعلومات، والخطر الأخلاقي والاختيار المضاد في مباحث وفصول لاحقة.
- مما سبق ذكره، تتمثل الوظيفة الأساسية للنظام المالي في تيسير وتسهيل تخصيص وتوزيع الموارد الاقتصادية في المكان والزمان، في بيئة من عدم اليقين. ويشمل النظام المالي نظام الدفع الأساسي الذي تتم من خلاله تقريباً، تسوية جميع التعاملات. ويضم النظام المالي أيضاً: السوق المالي الذي يشمل سوق النقد ورأس المال، أدوات الدخل الثابت، والأسهم، والفيوتشر، وأسواق الخيارات والوسطاء الماليين إلخ.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> . Merton, Robert C. (1990). "The Financial System and Economic Performance", Journal of Financial Services Research, p.263

الإطار رقم (1-1-2-2-1). مشكلة الوكالة

تعرف مشكلة الوكيل- الرئيس Principal-agent Problem، في الاقتصاد باسم: معضلة الوكالة أو مشكلة الوكالة أيضاً. وتحدث عندما يكون فرداً ما أو كيان، أي الوكيل في هذه الحالة، قادراً على اتخاذ القرارات أو الإجراءات بالإنابة بشكل يؤثر في فرد أو كيان آخر، وهو هنا المسؤول الرئيس أو المشغل. توجد معضلة الوكيل- الرئيس في الظروف التي يكون فيها الدافع وراء تصرف الوكيل هو: المصلحة الخاصة أو الذاتية، والتي تتعارض مع مصلحة المشغل، وهذا مثال على الخطر الأخلاقي Moral Hazard.



تنشأ مشكلة الوكيل- الرئيس، عندما يكون للطرفين، أي الوكيل والمشغل، مصالح متباينة ومعلومات غير متماثلة، ويكون لدى الوكيل معلومات أكثر، بحيث لا يستطيع المسؤول الرئيس التأكد مباشرة من أن الوكيل يتصرف لصالح المشغل، لاسيما في حال كان ماهو مفيد للمشغل مكلف للوكيل، أو كانت أفعال الوكيل مكلفة لجهة المراقبة أو المتابعة. قد يكون المشغل في كثير من الأحيان مهتماً بشكل كاف بإمكانية استغلاله من قبل الوكيل الذي يختار عدم الدخول في الصفقة على الإطلاق، وذلك عندما يكون فيها فائدة للطرفين. إن النتيجة التي يمكن أن تتحصل من هذا الفعل، غير مثالية، ويمكن أن تخفض من مستوى الرفاهية عموماً. يطلق على حالة الانحراف عن مصلحة المشغل من قبل الوكيل: "تكاليف الوكالة Agency Costs".

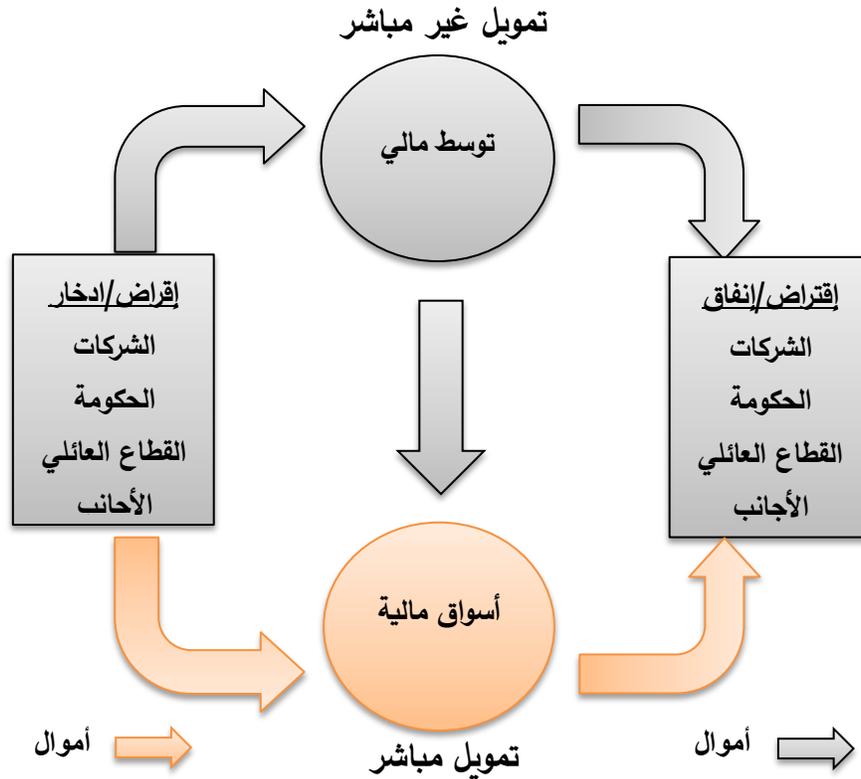
### 1-1-3 النظام المالي: الآليات المؤسسية والوظائف

#### Institutional Mechanisms and functions

توجد مقاربات مختلفة لتصنيف وظائف النظام المالي. إذ يقوم النظام المالي، وفقاً للاقترب العام، بوظائف يمكن ضمها في ثلاث مجموعات هي: الوظيفة النقدية، ووظيفة توزيع رأس المال، ووظيفة الضبط. ويميز الاقترب الآخر ست وظائف للنظام المالي. وتبعا لهذه المقاربة يقدم النظام المالي الآلية:

- (1) لنقل الموارد الاقتصادية خلال الزمن، وعبر الحدود، وبين الصناعات.
- (2) لإدارة المخاطر.
- (3) للنقص، وتسوية المدفوعات لتسهيل المتاجرة.
- (4) لتجميع الموارد (تجميع الثروة بكميات رأسمال كبيرة، وتقسيم الملكية في مختلف المشاريع).
- (5) لاتخاذ القرار المالي على أساس المعلومات.
- (6) للتعامل مع مشكلات الحافز التي يخلقها عدم تناظر المعلومات أو مشكلة الوكالة.

الرسم التوضيحي رقم (1-1-3-1). تدفق الأموال خلال النظام المالي



يبين تحليل الوظائف المذكورة أعلاه، ومن خلال الشكل التوضيحي رقم (1-1-3-1)، أنها تتحقق بشكل رئيس من قبل الأسواق المالية التي تشكل الجزء الأكثر أهمية في النظام المالي. إن الدور المحوري للأسواق

المالية هو: في نقل الأموال من وحدات الفائض، ويمثلها القطاع العائلي والمؤسسات المالية بشكل أساسي، إلى وحدات العجز، وتمثلها الشركات والحكومة من خلال عملية نقل المدخرات وتحويلها إلى استثمارات. من ثم تنجز وظائف التمويل والاستثمار من خلال الأسواق المالية، والتسعير، والتسوية والدفع وإدارة المخاطر. يمكن اعتبار الوظائف السابقة للأسواق المالية، ولمزيد من التبسيط في التحليل، هي الوظائف الأساسية للنظام المالي بأكمله، حيث يمكن تعزيز التنمية الاقتصادية من خلالها.

بناء على ما سبق ذكره، يمكن أن نعدّ الأنظمة المالية أساسيةً في تخصيص الموارد في الاقتصاد الحديث، وذلك من خلال الآليات المؤسسية لهذه الأنظمة، ومن خلال الوظائف التي تقوم بها، وهي الآتية:

1. خلق الآلية لتدفق الأموال بين مختلف الوحدات الاقتصادية كالقطاع العائلي، وشركات الأعمال، والحكومة، والمؤسسات المالية. إذ يتم من خلال النظام المالي ضخ مدخرات القطاع العائلي إلى قطاع الأعمال، ويتم توزيع الأموال المتاحة للاستثمار بين الشركات.

2. يسمح النظام المالي "بمجانسة" مؤقتة لاستهلاك القطاع العائلي، وإنفاق الشركات Consumption Smoothing.

3. يمكّن القطاعين العائلي والشركات من تقاسم المخاطر.

4. يحدد النظام المالي كمية الأموال المتاحة في الاقتصاد لإتمام الصفقات وتكلفتها.

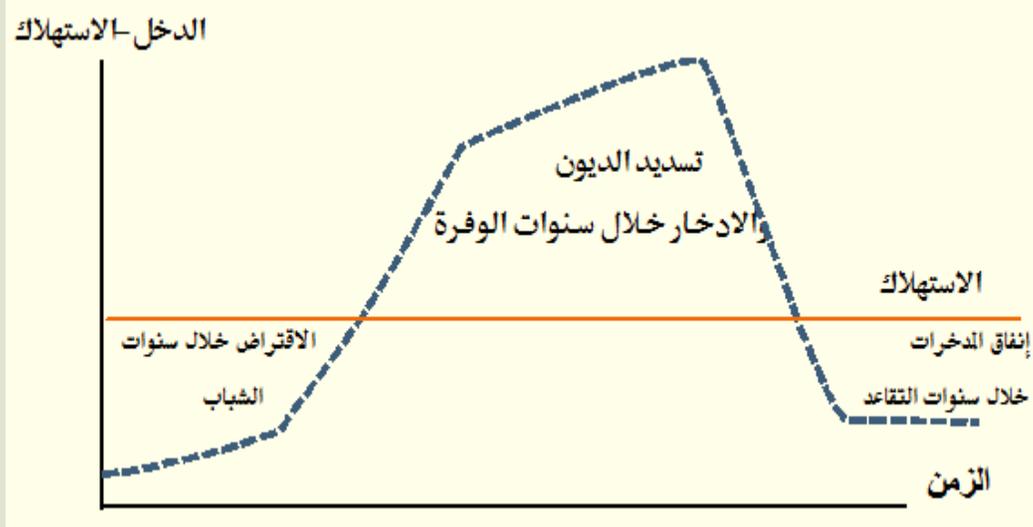
### تذكر!

تتحقق وظائف النظام المالي بشكل رئيس من قبل الأسواق المالية، والتي تشكل الجزء الأكثر أهمية فيه. إن الدور المحوري للأسواق المالية هو: في نقل الأموال الفائضة من وحدات الفائض إلى وحدات العجز.

## الإطار رقم (1-3-1-1). تمهيد الاستهلاك أو مجانسته Consumption Smoothing

تعدّ نظرية الاستهلاك والادخار المسماة "دورة الحياة" life cycle، لفرانكو موديليانى وطالبه برومبيرج R.Brumberg، في عام 1954 نموذجاً، يستخدم في الاقتصاد لوصف السلوك بخصوص الادخار والإنفاق، أو بمعنى أنه يوجد تفضيل للاستقرار في الاستهلاك. إذ يكون الدخل منخفضاً في مرحلة الشباب، يرتفع بعدها ليصل إلى القمة خلال سني متوسط العمر، ويهبط خلال مرحلة التقاعد. وقد دخلت هذه الفكرة بديلاً عن الميل الحدي للاستهلاك، إلى جانب نظرية فريدمان Friedman عام 1957، عن الدخل الدائم. في حال توافق الاستهلاك مع الدخل، يكون شكل دالة الاستهلاك مشابهاً لدالة الدخل، بمعنى أن يستهلك الأفراد سلعاً وخدمات أقل عندما يكونون شباباً، وأن يستهلكوا بشكل أكبر في منتصف العمر، وأن يخفضوا الاستهلاك، أو يستهلكوا أقل بكثير في مرحلة التقاعد. وبالرغم من ذلك يفضل أغلب الأفراد في الواقع "تمهيد الاستهلاك" أو مجانسة الإستهلاك على مدى سني حياتهم.

إن تمهيد الاستهلاك أو مجانسته Consumption Smoothing، هو عبارة عن: عملية تخطيط مالي تسعى إلى تحقيق التوازن بين الرغبة في مستوى معيشة مرتفع، والحاجة إلى مراكمة أصول كافية للتقاعد الآمن عن طريق "تخفيف" سلوك الاستهلاك خلال سنوات الكسب. تجمع هذه العملية بين التخفيض التدريجي في مستوى المعيشة عبر مدة من الزمن، مع زيادة التركيز على مدخرات التقاعد.



## 1-1-4 الأنظمة المالية القائمة على السوق المالي والقائمة على المصارف Market-based and Banking-based Financial systems

إن الوظائف التي ذكرناها سابقاً، معروفة للأنظمة المالية في معظم الاقتصادات المتطورة، إلا أن شكل هذه الأنظمة يتباين كثيراً؛ إذ تهيمن الأسواق التنافسية على النظام المالي في بلدان كالولايات المتحدة والمملكة المتحدة، بينما في بلدان أخرى كفرنسا وألمانيا واليابان، كان للمصارف الدور الأهم تقليدياً. واعتماداً على هذا التباين طرحت فكرة الأفضلية بين الأنظمة المالية!

إن فكرة "كون الأنظمة المالية القائمة على السوق Market-based systems أفضل من تلك القائمة على النظام المصرفي Banking-based، إنما هي فكرة تبسيطية"<sup>1</sup>. وأن هناك حاجة إلى اقتراب أو مدخل يأخذ بالحسبان هذا التناقض الظاهري؛ فالأسواق المالية يمكن أن تكون سيئة عندما يتعلق الأمر بتقاسم المخاطر، كما أن المنافسة في القطاع المصرفي قد تكون غير كفوءة، ويمكن للأزمات المالية أن تكون جيدة بقدر ما هي سيئة، كما يمكن أن يكون الفصل بين الملكية والإدارة مثالياً. إن المؤسسات المالية وبسببساطة ليست قناعاً يَمُوهُ آلية تخصيص الموارد من دون أن يؤثر فيها، إلا أنها أساسية للتغلب على عيوب السوق. ويعتمد النظام المالي الأمثل على كل من الأسواق المالية والوسطاء الماليين.

تحدد أهمية النظام أو البنية المالية بتأثير ثلاثة أسباب على الأقل هي: الكفاءة، والاستقرار المالي، وقنوات نقل السياسة النقدية. إذ تحدد كفاءة النظام المالي مدى جودة عمله في تخصيص الموارد، ويأتي الاستقرار المالي كونه سبباً آخر لأهمية البنية المالية، والسبب الثالث لهذه الأهمية هو: في تحديد قنوات نقل السياسة النقدية.<sup>2</sup>

يبقى السؤال المهم بخصوص ما إذا كانت هناك بنية مالية أفضل من الأخرى؟ وتقتضي الإجابة على هذا التساؤل فهماً كاملاً لكيفية تأثير مختلف البنى المالية في الكفاءة، والاستقرار، ونقل السياسة النقدية، وكيفية المبادلة بين تلك العوامل.<sup>3</sup>

لقد طرحت فكرة كفاءة النظام المالي بشكل سابق على فكرة الأفضلية، وكما يقول روبرت ميرتون Robert Merton: "يعني تحسن الأداء الاقتصادي لجهة الأنشطة داخل النظام المالي، زيادة في القيمة الاجتماعية أو الكفاءة (بمعنى أمثلية باريتو) التي يؤدي بها النظام وظيفته الاقتصادية، من ثم لامتثل

<sup>1</sup> . Franklin Allen and Douglas Gale (April 2001) ("Comparative Financial Systems: A Survey", p.1

Cfr:

- See: Franklin Allen and Douglas Gale (2000) - Comparing Financial Systems, MIT Press, 2000 - Business & Economics.

<sup>2</sup> . Allen F., et.al (2004). "Financial Systems in Europe, the USA and Asia". Oxford Review of Economic Policy, vol.20, No.4,p.491

<sup>3</sup> . Allen F., et.al (2004), Op.Cite.p.507

الأنشطة التي توفر مكاسب خاصة لقطاعات محددة داخل النظام تحسناً في الأداء الاقتصادي، غير أنها تخفّض الكفاءة بشكل عام".<sup>1</sup>

- وفي إشارة إلى مؤسسات الرقابة والإشراف في النظام المالي، يندرج ضمن الأدوار الواسعة المحتملة للتنظيم والنشاط الحكومي، الهادفة إلى تحسين الأداء الاقتصادي للنظام المالي: تعزيز المنافسة وضمان نزاهة السوق بما في ذلك الحماية من مخاطر الائتمان على المستوى الكلي، وإدارة الوفورات السلبية من النمط المرتبط "بالسلع العامة"، وتقع التكاليف المحتملة لهذه الأنشطة في أربع فئات:
- (1) التكاليف المباشرة من مثل: رسوم استخدام الأسواق، أو تكاليف الإيداعات.
  - (2) الخلل أو التشوهات في أسعار السوق وتخصيص الموارد.
  - (3) نقل الثروة بين الأطراف الخاصة المشاركة في الأسواق المالية.
  - (4) تحويل الثروة من دافعي الضرائب إلى المشاركين في الأسواق المالية.



يعدّ ميرتون Merton، أن الوظائف الأساسية للنظام المالي، هي نفسها في جميع الاقتصادات السابقة والحاضرة، الشرقية والغربية. غير أنه، ولأسباب تتعلق باختلافات في الحجم والتعقيد والتكنولوجيات المتاحة، وكذلك الاختلافات في الخلفيات السياسية، والثقافية، والتاريخية، فإن الآليات المؤسسية التي يقوم النظام المالي من خلالها بتأدية وظائفه المذكورة أعلاه، تختلف اختلافاً كبيراً بين الاقتصادات. لذلك، قد يكون المنظور الوظيفي في تحليل النظام المالي وأدائه الاقتصادي، أكثر فائدة من المنظور المؤسسي، ولاسيما في بيئة من التغيرات التكنولوجية السريعة، والحركة باتجاه تزايد الاتصالات العالمية بين الأسواق المالية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> . Merton, Robert C. Op.Cit.p.264

<sup>2</sup> . Merton, Robert C. Op.Cit. p.263

## المبحث الثاني

### التوسط المالي، مؤسساته ووظائفه

### Financial Intermediation

#### الأهداف التعليمية:

1. فهم المقصود بالوساطة والوسطاء الماليين.

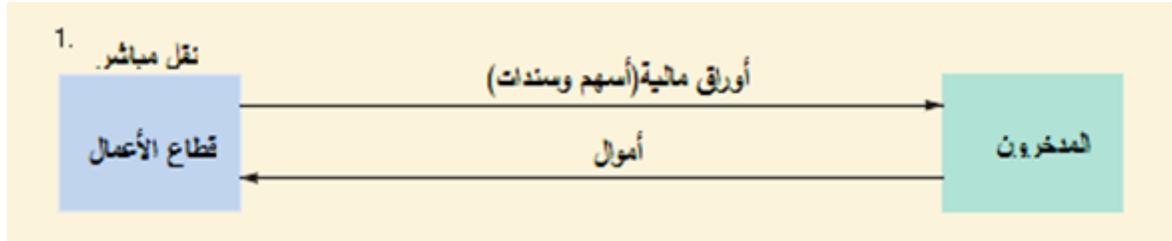
2. التمييز بين مؤسسات التوسط المالي.

3. إدراك دور التوسط المالي ووظائفه.

#### 1-2-1 الوسطاء الماليين Financial Intermediaries

أصبح واضحاً لنا من المبحث السابق، أنه يتم من خلال النظام المالي نقل الأموال بشكل غير مباشر عن طريق الوسطاء. ويقصد بالتوسط المالي: وحدات أو مؤسسات مالية، تقوم بدور فعال في عملية توزيع الأموال، عندما يتعذر، لسبب ما، التعامل المباشر بين المقرضين والمقترضين لهذه الأموال.

#### الرسم التوضيحي رقم (1-1-2-1). الوساطة المالية المباشرة



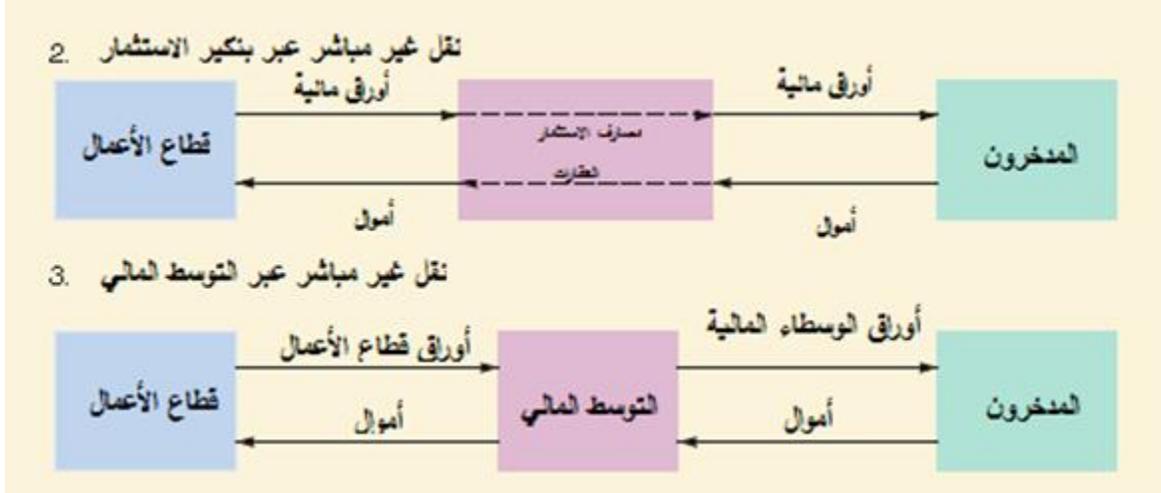
إذن: تتحقق الوساطة المالية من خلال العمليات التي تجمع بين الوحدات التي لديها فائض والوحدات التي لديها عجز، إذ يعاد توزيع الفائض من الأموال. وتقوم بدور الوساطة المالية شركات أعمال متخصصة تسمى: الوسطاء الماليين Financial Intermediaries.

تعمل مؤسسات التوسط المال، على تيسير المتاجرة بالأصول والأوراق المالية وتسهيلها، وذلك عن طريق جمع الأموال والاستثمار في أدوات دين المقترضين أو حقوق الملكية. ويعرف هذا النمط من التمويل غير المباشر بالوساطة المالية كما ذكرنا آنفاً.

إذن: يقوم الوسيط المالي بجمع المقرضين والمقترضين معاً، أو شراء الأوراق المالية للشركات، وبيعها في الأسواق المالية، أو بإصدار أدواته المالية بالاستناد إلى ما حصل عليه من ودائع الادخار من عملائه المستثمرين، تلك الودائع التي تصدرها مؤسسات الادخار والإقراض، ويوفر الوسيط في هذه الحالة القرض مقابل هذه الأدوات المالية.

وتتمثل أهمية الدور الذي يؤديه الوسطاء الماليون، في أنهم يحققون نقل المدخرات وتحويلها إلى الوحدات الاقتصادية التي لديها فرص للاستثمار المربح، إضافة إلى توزيع المصادر الحقيقية من خلال عملية الوساطة، بطريقة أكثر فعالية.

الرسم التوضيحي رقم (2-1-2-1). الوساطة المالية غير المباشرة



بناء على ما سبق ذكره، تتحدد للوسطاء الماليين مهمتان هما:

- 1) المطابقة بين المقرضين والمقترضين.
  - 2) توفير الخدمات المرتبطة بتقاسم المخاطر والسيولة والمعلومات.
- وتتمثل الخدمات الأخرى للوسطاء الماليين في:
- نقل الأصول التي لها مخاطر خاصة مرتبطة بالمقترضين، وتحويل إلى أصول أقل خطورة.
  - تغيير نمط الإدارة السلبية للأصول إلى نشطة في المدى الطويل.
  - توزيع المخاطر على عدد أكبر من الأصول.
  - نقل السيولة وتأمينها.
  - نقل تكاليف التعاملات وتخفيضها.

## 1-2-2 مؤسسات التوسط المالي

يشمل التوسط المالي، جميع المؤسسات التي تقوم بدور الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين مثل: البنوك، والصناديق المشتركة، وشركات التأمين، وصناديق التقاعد، إذ تأخذ الأموال من الأفراد والمنشآت، وتعيد استثمارها في أصول جديدة أو في مجالات أخرى.

وتتمثل الأنواع الرئيسية للوسطاء الماليين في المصارف التجارية، والاتحادات الائتمانية، وجمعيات الادخار والإقراض، ومصارف الادخار المشترك (التبادلي)، وصناديق الاستثمار المشتركة، وشركات التمويل، وشركات التأمين، وصناديق المعاشات التقاعدية. وتتقدم المصارف بوصفها أكبر الوسطاء الماليين، حيث تقرض العديد من قطاعات الاقتصاد، بما في ذلك القطاع العائلي والشركات الصغيرة والمتوسطة. ويذكر في هذا المجال فئات المؤسسات الرئيسية الآتية:

(1) مؤسسات الإيداع.

(2) المؤسسات تعاقدية.

(3) المؤسسات الاستثمارية.

نتناول كل منها بشيء من التفصيل (الجدول رقم 1-2-2-1).

### 1 مؤسسات الإيداع Depository Institutions

يدخل ضمن فئة مؤسسات الإيداع Depository Intermediaries: بنوك القطاع الخاص؛ لقد تم في العديد من البلدان، ولأسباب مختلفة، إنشاء مؤسسات توسط أخرى للودائع مثل البنوك المشتركة، والبنوك الريفية، ووسطاء الادخار، والقروض، ومصارف البريد وغيرها.

#### أ. المصارف التجارية Commercial Banks

تقبل هذه المصارف الودائع تحت الطلب وتدفعها عند الطلب، إذ يمكن سحب هذه الودائع من قبل المودعين عن طريق كتابة الشيكات، وتقبل الشيكات في معظم الأماكن كوسيط للتبادل في إتمام العمليات التجارية والمالية.

#### ب. مؤسسات الادخار والإقراض Saving & Loan Associations

تستلم هذه المؤسسات مدخرات المودعين، وتستثمر معظم هذه الودائع (المدخرات) طويلة الأجل في منح الأفراد قروضا مضمونة برهن عقاري لأجل طويلة.

#### ج. مصارف الادخار Mutual Savings Banks

تمثل مصارف الادخار المشترك أو المتبادل: مؤسسات مالية مرخصة رسمياً، يتكون رأس مالها من اشتراكات الأعضاء في صندوق مشترك، يتم من خلاله دفع المستحقات والقروض وغيرها. تمثل مصارف

الادخار المشترك أو المتبادل: مؤسسات مالية مخصصة في الأصل لخدمة ذوي الدخل المنخفض أو المحدود؛ ممن استثمروا في أصول بمعدلات ثابتة طويلة الأجل من مثل الرهون العقارية.

#### د. اتحادات الائتمان Credit Unions

يعد الاتحاد الائتماني نوعاً من التعاونية المالية التي تقدم خدمات مصرفية تقليدية. تتراوح في الحجم من العمليات الصغيرة، التطوعية فقط، إلى الكيانات الكبيرة مع الآلاف من المشاركين. ويمكن تشكيل اتحادات ائتمان من قبل الشركات الكبرى، والمنظمات، والكيانات الأخرى لموظفيها وأعضائها. يتم إنشاء مؤسسات الائتمان وتملكها وتشغيلها من قبل المشاركين، وضمن هذا السياق فهي: مؤسسات غير ربحية، تتمتع بالإعفاء الضريبي.

إن الاتحادات الائتمانية أصغر حجماً بكثير من معظم المصارف، ويتم تنظيمها لخدمة منطقة أو صناعة أو مجموعة معينة.

بينما تقدم الاتحادات الائتمانية والمصارف خدمات متماثلة عموماً مثل: قبول الودائع، وإقراض المال، وبيع المنتجات المالية كبطاقات الائتمان Credit Cards، وبطاقات الخصم Debit Cards، وشهادات الإيداع CDs، إلا أنه توجد اختلافات هيكلية رئيسية. تتمثل هذه الاختلافات إلى حد كبير بكيفية توليد الدخل. إذ تعمل المصارف على توليد الأرباح لمساهميها، بينما تعمل الاتحادات الائتمانية كمنظمات غير ربحية مصممة لخدمة أعضائها، والذين هم المالكون في واقع الأمر. يقوم أعضاء الاتحادات الائتمانية بجمع أموالهم، أي شراء الأسهم في التعاونية، إذ تسمح هذه الأموال للأعضاء بتقديم القروض، وفتح حسابات ودائع تحت الطلب لبعضهم لبعض، وغيرها من المنتجات والخدمات المالية. إن معظم الاتحادات الائتمانية أصغر بكثير من مصارف التجزئة.

#### (2) المؤسسات التعاقدية Contractual Institutions

تحدد فئة مؤسسات التوسط التعاقدية Contractual Intermediaries، بمقدمي تسهيلات المدخرات التعاقدية وأشباهاها من مثل: شركات التأمين، وصناديق التقاعد.

أ. شركات التأمين على الحياة Life Insurance Companies .

تقوم هذه الشركات ببيع الحماية ضد المخاطر من مثل: فقدان الدخل بسبب الوفاة المبكرة أو العجز. وتتضمن (بوالص) التأمين التي تباعها هذه الشركات عنصراً من الادخار للمشتريين.

ب. شركات التأمين ضد الحوادث والحريق Fire & Casualty Insurance Companies

يوفر التأمين على الممتلكات الحماية ضد معظم المخاطر المتعلقة بتلك الممتلكات، من مثل: الحريق، والسرقه، وبعض الأضرار المرتبطة بالطقس. يشمل ذلك النوع من التأمين: التأمين المتخصص ضد الحرائق، الفيضانات، الزلازل، والتأمين على المنزل وغيرها من المتعلقةات. يتم التأمين على الممتلكات بطريقتين رئيسيتين: مفتوحة ومحددة.

يهدف التأمين على الملكية والحوادث إلى حماية الممتلكات الموصوفة، الحقيقية منها أو الشخصية، إذ يوجد احتياجات مختلفة للتأمين على المنازل، والطيران، والطاقة، والنقل، والبناء، والالكترونيات... إلخ. يحمي التأمين ضد الحوادث كما هو الحال في التأمين على الملكية من الخسائر أو الأضرار في الممتلكات، ويتمثل الفرق بين الاثنين في أن التأمين ضد الحوادث يحمي أماكن العمل من الإصابات والجرائم، بينما يغطي التأمين على الممتلكات، الخسائر في الأرض أو البناء، أو الممتلكات الشخصية.

### ج. مؤسسات (صناديق) التقاعد والمعاشات Pension Funds

تجمع هذه المؤسسات المساهمات من العاملين المكتتبين وأصحاب الأعمال، وتستثمر هذه الأموال في الأسواق المالية. وتقدم هذه المؤسسات دفعات معينة دورية لأولئك العاملين المكتتبين عند إحالتهم إلى التقاعد وبعدها.

### 3) المؤسسات الاستثمارية Investment Intermediaries

تتطبق خطط الاستثمار الجماعي collective investment schemes على وحدات صناديق الاستثمار securities unit trusts، ووحدات صناديق الملكية، والصناديق المتداولة ETFs، حيث أصبحت الأخيرة ذات شعبية واسعة على مدى العقد الماضي، وبعض الدول لديها خطط استثمار جماعي من مثل: خطط سندات المشاركة PBSs، كما ظهرت فئة أخرى من الوساطة المالية في العديد من البلدان.

### أ. شركات الاستثمار Investment Companies

تمثل "شركة الاستثمار" عموماً، شركة أو هيئة أو شراكة تجارية أو شركة محدودة المسؤولية، تصدر الأوراق المالية، وتعمل بشكل رئيس في مجال الاستثمار بالأوراق المالية. تستثمر شركة الاستثمار الأموال التي تحصل عليها من المستثمرين على أساس جماعي، إذ يعدّ كل مستثمر شريكاً في الأرباح والخسائر، بما يتوافق مع مصلحة هذا المستثمر. ويعتمد أداء شركة الاستثمار على أداء الأوراق المالية والأصول الأخرى التي تمتلكها من دون أن تتطابق معها بالضرورة.

تصنف بعض قوانين الأوراق المالية، ومنها الأمريكية، شركات الاستثمار إلى ثلاثة أنواع أساسية هي: الصناديق المشتركة المعروفة قانوناً باسم: الشركات المفتوحة، والصناديق المغلقة المعروفة قانوناً باسم: الشركات المغلقة، والوحدات الاستثمارية UITs، ولكل نوع خصائصه المتميزة.

### ب. الصناديق المشتركة Mutual Funds

تصدر أسهما وتبيعها إلى المستثمرين والمدخرين، ثم تستخدم الدخل الناتج للإستثمار في الأوراق المالية (الأسهم والسندات) المتداولة في الأسواق المالية، وذلك لصالح جميع المدخرين والمستثمرين الذين يحملون أسهمها، وبذلك توزع المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر في حال تركيز مدخراته في نوع معين من الأوراق المالية، وذلك عن طريق شراء أوراق متنوعة ومختلفة لصالح حاملي أسهمها من المدخرين والمستثمرين.

### ج. صناديق سوق النقد Money Market Mutual Funds

يمثل صندوق سوق النقد، نوعاً من الصناديق المشتركة التي تستثمر فقط في الأوراق ذات السيولة العالية المكافئة أو المعادلة للنقدية، التي تتمتع بتصنيف ائتماني مرتفع، وتسمى هذه الصناديق أيضاً: صناديق سوق النقد المشتركة، وتستثمر في المقام الأول في أوراق الدين بفترات استحقاق قصيرة الأجل، أقل من 13 شهراً عادة. وتوفر سيولة عالية بمستوى منخفض جداً من المخاطرة. تعمل هذه الصناديق وفق معايير الصناديق المشتركة، وتقوم بإصدار وحدات قابلة للاستبدال، للمستثمرين، تسمى أسهماً أيضاً. يتم تفويض هذه الصناديق باتباع الإرشادات التي يصوغها المنظمون المحليون، من مثل تلك التي تضعها هيئة الأوراق المالية والبورصة SEC.

الجدول رقم (1-2-2-1). فئات مؤسسات الوساطة المالية الرئيسية

فئة الوساطة	مصادر الأموال	استخدامات الأموال
<b>مؤسسات ايداعية</b>		
المصارف التجارية	الإيداعات	قروض لقطاع الأعمال والمستهلكين
		صكوك الرهن العقاري والسندات
مؤسسات الادخار والإقراض	الإيداعات	صكوك الرهن
مصارف الادخار	الإيداعات	صكوك الرهن
اتحادات الائتمان	الإيداعات	قروض للمستهلكين
<b>مؤسسات تعاقدية</b>		
شركات التأمين على الحياة	أقساط التأمين	سندات الشركات وصكوك الرهن
شركات التأمين ضد الحريق	أقساط التأمين	أسهم وسندات وأوراق حكومية
الصناديق التقاعدية	مساهمات العاملين	أسهم وسندات الشركات
<b>مؤسسات استثمارية</b>		
شركات استثمار	أسهم وسندات (وحدات)	أسهم وسندات الشركات وأوراق حكومية
صناديق استثمار	أسهم وسندات (وحدات)	أسهم وسندات
صناديق سوق النقد	أسهم (حصص) الصندوق	أوراق سوق النقد

### 1-2-3 دور التوسط المالي ووظائفه

تحصل مؤسسات الوساطة المالية على الأموال من المدخّرين أو المقرضين، وذلك عن طريق إصدار مطالب، واستخدام الأموال لمنح القروض للمقترضين أو الأطراف التي تقوم بالانفاق. من ثم، تستفيد هذه المؤسسات من وحدات الادخار (الفائض) ووحدات الانفاق (العجز). وتصبح هذه الأموال التي تجمعها مؤسسات التوسط المالي، إما خصوصاً أو حقوق ملكية للمشاركين في عملية التوسط. مما سبق ذكره أعلاه، يتمثل دور مؤسسات الوساطة المالية، في خلق شروط أفضل أو أكثر ملائمة للصفقات أو التعاملات التي يمكن أن تحصل بين المقرضين و المقترضين. إذ يمكن للتوسط المالي - من وجهة نظر وحدات الفائض (المدخّرين) - أن يتغلب على الصعوبات التي تمنع المدخّرين من شراء المطالب الأولية مباشرة، وتتمثل هذه العقبات في جزء منها في ما يأتي:

○ الافتقار إلى المعلومات.

○ الافتقار إلى الخبرة المالية.

○ محدودية القدرة على الوصول إلى الأسواق المالية.

ويستطيع التوسط المالي من وجهة نظر وحدات الإنفاق (العجز)، مد فترات استحقاق الأدوات أو الأصول المالية، التي يمكن للمؤسسة أن تصدرها؛ مما يخفّض تكاليف التعاملات Transaction Costs بشكل واضح.

#### مثال

يستطيع المصرف أن يعطي قرضاً لشركة تعمل في صناعة السيارات مثلاً، أو يمكنه أن يشتري سند الشركة من السوق الأولي. تنتقل الأموال نتيجة ذلك من العموم (المقرضين - المدخّرين) إلى شركة سيارات، وفي هذه الحالة تكون هي الجهة المقترضة، أو التي تقوم بالانفاق بمساعدة من مؤسسة التوسط المالي، وهي: البنك.

تحقق مؤسسات التوسط المالي الأرباح من خلال فرض معدلات فائدة على القروض، التي تكون أعلى مما تدفعه للحصول على الأموال، أي: فارق الفائدة.

وتؤمن عملية نقل الأصول بين الوحدات الاقتصادية واحدة من ثلاث وظائف، وهي:

(1) التوسط من حيث فترات الاستحقاق كما أوضحنا سابقاً.

(2) تخفيض المخاطر عبر التنويع.

(3) تخفيض التكلفة المرتبطة بالتعاقد ومعالجة المعطيات.

تتحقق هذه الوظائف الاقتصادية من قبل مؤسسات الوساطة المشاركة في السوق المالي؛ حيث تقدم هذه المؤسسات خدمات مالية خاصة؛ إذ تقدم الخدمات الأولى، والثانية من قبل السماسرة أو المتعاملين أو صانعي الأسواق، وترتبط الوظيفة الثالثة بمتعهدي التغطية.

وتتضمن الخدمات الأخرى المقدمة من قبل مؤسسات التوسط المالي:

- تسهيل المتاجرة بالأصول المالية للزبائن عبر ترتيبات السمسرة.
- ويمكن لمؤسسات التوسط أن تسهل المتاجرة بالأصول المالية عبر استخدام رأس مالها الخاص وذلك بأن تأخذ "مركزاً" Position بالنسبة لأصل مالي ما، يرغب الزبون التعامل فيه.
- ويمكن لمؤسسات التوسط أن تقيم، أو تعمل على استحداث أصل مالي لزبونها، أو نقله إلى مشارك آخر في السوق.
- تقديم المشورة أو إدارة أصول الزبائن.
- توفير طرائق لتسديد الممستحقات.

### الإطار رقم (1-2-3-1). المركز أو الوضع Position

يمثل المركز Position، كمية الورقة أو السلعة أو العملة التي يملكها فرد ما أو تاجر أو مؤسسة أو أي كيان مالي آخر مشارك في السوق.

يشترى في حالة المركز أو الوضع الطويل long position: الأصل أو الورقة المالية سواء أكانت سهماً أم سلعة أم عملة، وتوقع أن قيمة هذا الأصل سترتفع (أي **الشرء على انخفاض حالياً، والبيع على ارتفاع لاحقاً**).

ويباع في حالة المركز أو الوضع القصير Short position: الأصل أو الورقة المالية سواء أكانت سهماً أم سلعة أم عملة، وتوقع أن قيمة هذا الأصل ستنخفض. (أي **البيع على ارتفاع حالياً، والشرء على انخفاض لاحقاً**).

تحسب قيمة المركز Value of the Position، بعد طرح التكلفة الأولية لأخذ المركز أو الوضع.. وفي إشارة إلى إعادة تحديد قيمة المركز، بحيث يعكس قيمته الفعلية حالياً في السوق، فإنه يشار إلى ذلك في الصناعة المالية على أنه "ربط بالسوق" Marked to market.

## 1-2-4 أثر التوسط المالي في تكلفة التعاملات

تؤثر تكلفة التعاملات Transaction Costs في نتائج الاستثمار، وتتحكم بسرعة تحويل الأصول إلى سيولة. وكما عرضنا سابقاً لجهة تخفيض التكلفة المرتبطة بالتعاقد ومعالجة المعطيات، فإن التوسط المالي يؤمن شروطاً أكثر ملائمة للصفقات، من ثم يعمل على تخفيض تكاليف التعاملات. ويمكننا تصنيف تكاليف التعاملات إلى:

### 1) تكلفة البحث والمعلومات، وتتحدد من خلال:

(i) تكلفة البحث: تكاليف مباشرة وغير مباشرة.

(ii) تكلفة المعلومات: مرتبطة بتقييم الأدوات المالية.

2) تكلفة التعاقد والمتابعة: وهي مرتبطة بالتكاليف الضرورية لاستخدام المعلومات من أجل تجاوز مشكلة "عدم تناظر المعلومات".

3) التكلفة المرتبطة بتحفيز البائعين والمشتريين للأصول المالية: يمكن أن يكون لدى المشاركين في السوق المالي حوافز مختلفة للعملية المالية أو عقد الصفقات والمتاجرة.

ويمكننا استناداً إلى حافز المتاجرة تصنيف المشاركين في السوق إلى المجموعات الآتية:

- أ. مجموعة المستثمرين العموميين.
- ب. مجموعة السماسرة.
- ج. مجموعة المتعاملين أو التجار.
- د. شركات أو وكالات التصنيف الائتماني.



## قانون سوق الأوراق المالية

### الفصل الأول: تعاريف وأحكام عامة

#### المادة - 2 -

أ- يقصد بالكلمات والعبارات الآتية في مجال تطبيق أحكام هذا المرسوم التشريعي (رقم /55/ للعام 2006 ) ما يأتي:

**الهيئة:** الأوراق والأسواق المالية السورية المحدثة بالقانون رقم/22/ لعام 2005 .

**السوق:** سوق دمشق للأوراق المالية وأية سوق أخرى تنشأ وفقاً لأحكام القانون، وتشتمل على:

**السوق النظامية:** وهي التي ينظم من خلالها التعامل في القاعة بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج خاصة يحددها المجلس.

**السوق الموازية:** وهي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل في القاعة بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذه السوق، تعمل على توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة، وذلك إلى حين توافر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية.

**العضو:** الشخص الاعتباري العضو في السوق.

**الشركة المرخصة:** شركة الخدمات والوساطة المالية المرخص لها من قبل الهيئة، والتي تمارس عملاً أو أكثر من أعمال الوسيط المالي أو الوسيط لحسابه، أو أمين الاستثمار، أو مدير الإصدار، أو أي نشاط استثماري أو استشاري آخر، وذلك وفق ما تحدده الهيئة بموجب القوانين والأنظمة والقرارات الصادرة بمقتضاها.

**المصدر:** الشخص الاعتباري الذي يصدر أوراقاً مالية أو يعلن عن رغبته في إصدارها.

**عقد التداول:** العقد الذي تشتري بموجبه أوراق مالية أو تباع.

**الوسيط:** الشخص الاعتباري المرخص له من قبل الهيئة؛ لممارسة أعمال الوسيط المالي أو الوسيط لحسابه، والذي يتمتع بالجنسية السورية.

**المعتمد:** الشخص الطبيعي العامل لدى الوسيط الذي تعتمده الهيئة إدارياً وفنياً؛ لممارسة الأعمال المرخص بها للوسيط.

## المبحث الثالث

### السوق المالي ووظائفه

### Financial Market(Functions)

#### الأهداف التعليمية:

1. توضيح مكانة السوق المالي في بنية النظام المالي والاقتصادي.
2. فهم وظائف السوق المالي.
3. معرفة تأثير تكلفة التعاملات في بنية السوق المالي.

#### 1-3-1 السوق المالي في بنية النظام المالي والاقتصادي

يمثل السوق المالي مكوناً أساسياً من مكونات الاقتصاد الحديث؛ فهو الإطار الذي يجمع بين المشتريين والبائعين للأوراق المالية، بمعنى: الإطار الذي يجمع بين وحدات الفائض الراغبة بالاستثمار ووحدات العجز المحتاجة للأموال بغرض الاستثمار.<sup>1</sup>

وتحول المدخرات في الأسواق المالية، إلى استثمارات من خلال:

أولاً- خلق الحقوق المالية.

ثانياً- تقديم الخدمات المالية.

يحصل المدخر الذي يسهم بمدخراته في الأسواق المالية مقابل ذلك على: وعود على هيئة حقوق مالية، أو خدمات مالية: كالأسهم، والسندات، وبوليصات التأمين، والودائع المصرفية، إذ يتوقع المدخر الحصول من هذه الحقوق على عوائد مستقبلية؛ كالفوائد على السندات، والأرباح على الأسهم، والعوائد على حسابات التوفير، مقابل تنازله عن جزء من حقه في الوقت الحاضر، وتحمله للمخاطر نتيجة احتمال عدم تحقق العوائد المتوقعة من الحقوق المالية لسبب ما. إذ أن أسعار الأسهم قد تنخفض، والشركة التي أصدرت السندات قد تعجز عن تسديد قيمتها عند الاستحقاق، وقد تصاب شركات التأمين بخسائر تجعلها عاجزة عن تسديد التزاماتها، وقد تفقد الفوائد على حسابات التوفير قوتها الشرائية نتيجة الإرتفاع المتواصل في الأسعار. وتجدر الإشارة هنا إلى أن الادخارات التي تصب في الأسواق المالية لا تتحول جميعها إلى استثمارات حقيقية بالضرورة، وبذلك لن تؤدي إلى تكوين رأسمال حقيقي، ذلك أن جزءاً من هذه الادخارات يستخدم لأغراض الاستثمار المالي الذي يهدف إلى تحقيق مكاسب مالية من خلال الاستفادة من العوائد أو من فروقات الأسعار، ويطلق على هذه العملية: "المضاربة".

<sup>1</sup>. مطر، محمد (1999)- إدارة الاستثمارات. ص 140.

وقد يشتري المضاربون الأوراق المالية التي تنخفض أسعارها، ومن ثم يبيعونها عند الارتفاع، أو الاستفادة من فروقات الأسعار بين الأسواق من خلال تحويل أموالهم من سوق إلى آخر، ويطلق على هذه العملية اسم: "المراجحة".

تدخر بعض الوحدات من المال أكثر مما تستثمر في الأصول الحقيقية، أي يمكن أن يكون لديها ادخار فائض تحتفظ به على شكل أصول مالية. ويمكن أن يكون الادخار لدى الوحدات الأخرى أقل من استثمارها في الأصول الحقيقية، ومن ثم تضطر إلى سد هذا العجز في الادخار عن طريق الحصول على الأموال الضرورية، وذلك من خلال إصدار التزامات مالية مختلفة: كالسندات، والأسهم العادية، والسندات الأذنية، وغيرها. وهكذا نجد أن العملية المالية تؤدي إلى خلق الأصل والالتزام الماليين بشكل متزامن.

### عوامل نشوء وتطور الأسواق المالية

وجدت الأسواق منذ القدم، إلا أن الأصول التي يتم التعامل بها، وكذلك أساليب تبادل تلك الأصول ووسائلها، قد تغيرت عبر التاريخ تبعاً للظروف الاقتصادية والاجتماعية، وتبعاً لتغير احتياجات الأفراد وتطور وسائل الاتصال في ما بينهم. نمت البورصات من أنشطة التداول المبكرة في السلع الزراعية وغيرها، إذ وجد التجار الأوروبيون، في معارض العصور الوسطى: أنه من الملائم استخدام الائتمان، مما تطلب اعتماد مستندات خاصة داعمة من مسودات، وإشعارات، وسندات صرف.

ظهرت البدايات المؤسسية لبورصات الأسهم خلال القرنين السادس والسابع عشر، وذلك من جذور متشابهة في المراكز التجارية الكبرى في جميع أنحاء العالم، مثل: أمستردام، ولندن وغيرها. وبحلول القرن التاسع عشر، أصبح التداول الرسمي للأوراق المالية شائعاً في الدول الصناعية.

خلق نمو التجارة الحاجة للبنوك وشركات التأمين، ودفعت التطورات السياسية حكومات الدول للبحث عن مصادر جديدة للتمويل. لقد خلق هذا المزيج من التوسع في النشا، والنقص في رأس المال بين فينة وأخرى، حافزاً لمصدري الأوراق المالية الأوائل، من حكومات، وبنوك، وشركات تأمين، وبعض الشركات المساهمة، ولاسيما الشركات التجارية الكبرى. ومن ثم كان الانتقال من الأسواق القائمة على الأوراق التجارية والإشعارات إلى إنشاء بورصات الأوراق المالية أمراً سهلاً ومنطقياً. لقد تركت الأحداث التاريخية بصماتها على تطور البورصات في بعض البلدان. حيث كان التعدين في جنوب إفريقيا وكندا بدلاً من التجارة هو صاحب التأثير المهم في تأسيس البورصات، وأدت حملة توزيع الأسهم التي كانت تمتلكها في السابق العائلات الكبرى أو الزايباتسو zaibatsu، والشركات شبه الحكومية إلى زيادة كبيرة في الملكية العامة للأسهم، مما أسهم بدوره في نمو المتاجرة في البورصات اليابانية التسع بشكل كبير. تطور آخر حدث بعد الحرب العالمية الثانية وهو اهتمام حكومات البلدان النامية باستخدام البورصات، لتسهيل التمويل الخارجي.

### الإطار رقم (1-1-3-1). تطور الأسواق المالية

أتى مصطلح البورصة من اليونانية القديمة βύρσα التي استخدمت لاحقاً للإشارة إلى المحفظة، ويمكن تقفي أثر وجود البورصة في فرنسا منذ القرن الثاني عشر، عندما حدث التداول في الأوراق التجارية، وأنشأ Philip the Fair، في الفترة ما بين 1268 و 1314 مهنة وكيل السوق، بهدف تنظيم الأسواق. كانت مدينة بروج البلجيكية Bruges، في نفس الفترة تقريباً مركزاً مزدهراً في ما يطلق عليها: الدول المنخفضة، إذ توجه التجار إلى التجمع أمام منزل عائلة فان دي بورس Van der Buerse للمتاجرة. ولاحقاً أصبح اسم تلك العائلة مرتبطاً بالتداول. تم تداول أسهم شركة الهند الشرقية الهولندية في أمستردام بحلول أوائل القرن السابع عشر، وانتقل تجار بورصة لندن الذين كانوا يجتمعون في المقاهي إلى مبنى خاص بهم في عام 1773.

استمر تطور البورصات، وكان التقدم في معظمه داخلياً وطوعياً كما في بورصة لندن، إذ تنظم البورصة أنشطتها الخاصة. خضعت البورصات الفرنسية مباشرة للقانون بخلاف البريطانية، مما ترك تأثيره في الوسطاء. وتواجدت في وقت واحد، ثلاث أسواق للأوراق المالية في باريس: سوق رسمي يسمى: الباركيه، أي الأرضية، وسوق شبه رسمي أطلق عليه: الجناح Coulisse، والسوق الخارجي وهو: سوق غير منظم يتم فيه تداول الأوراق المالية غير المدرجة Hors Côté. تم إخضاع Hors Côté للوائح الرسمية في عام 1929، و تم في العقد التالي استيعاب أنشطته في Coulisse، الذي دمج مع الباركيه في إعادة تنظيم في عام 1961. مرت الأسواق في بلجيكا بفترات متباينة؛ إذ فرضت ضوابط حكومية صارمة في عام 1801، ولم تتم إزالتها حتى عام 1867. ثم وضعت الأسواق مرة أخرى تحت سيطرة السلطة المركزية في أعقاب الأزمة الاقتصادية 1929-1934. تخضع الأسواق في سويسرا، لقانون الكانتونات أو الولايات.

فقدت بورصة برلين دورها المهيمن بعد الحرب العالمية الثانية، وحل مكانها بورصات فرانكفورت ودوسلدورف، وحصلت ثورة في أسواق الأوراق المالية اليابانية بعد الحرب العالمية الثانية، وذلك عندما تم سن قانون جديد للأوراق المالية على غرار النموذج الأمريكي. بدأت أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة بالمضاربة في إصدارات الحكومة الجديدة، إذ تم في عام 1791، تأسيس أول بورصة في فيلادلفيا، من ثم كان إنشاء بورصة نيويورك في عام 1792، عندما قرر 24 من التجار والوسطاء تحصيل عمولات عن قيامهم بدور وكلاء للآخرين، وإعطاء الأفضلية بعضهم لبعض عند الدخول في مفاوضات. لقد قام أولئك التجار والوسطاء بالكثير من تجارتهم تحت شجرة Buttonwood، في جادة وول ستريت، رقم 68. قرر سماسرة نيويورك في عام 1817 أن ينظموا هيئة الأوراق المالية والبورصة رسمياً، واعتمدت بورصة نيويورك اسمها الحالي في عام 1863. ونظمت خلال الحرب الأهلية بورصات إضافية، منها البورصة الأمريكية في نيويورك NYSE Amex Equities.

### 1-3-2 التطورات في الأسواق المالية ودور الحكومات

سبقت الأسواق المالية غيرها من الأسواق من حيث: التنظيم، والإمكانيات، والتسهيلات المتاحة للمتعاملين ضمنها، بالرغم من أنها حديثة العهد نسبياً. ويرجع ذلك إلى ضخامة الاستثمارات المالية في هذه الأسواق، وتزايد الدور الاقتصادي لها.

- لقد تطور مفهوم السوق في الوقت الراهن من جميع جوانبه، ومن أهم هذه التطورات الحاصلة ما يأتي:
- لم يعد السوق محصوراً في إطار مكاني محدد. أي أن المكان بحد ذاته، وإن كان شرطاً مكملاً يزيد من كفاءة السوق، إلا أنه ليس شرطاً أساسياً لوجود هذا السوق. إذ يمكن أن يوجد السوق بدون حيز مكاني محدد، ويكفي مجرد وسيلة اتصال فعالة بين البائعين والمشتريين لقيام السوق. ووفقاً لهذا المفهوم يوجد سوق مالي أينما توجد الوسيلة التي تتيح عملية التبادل بين البائعين والمشتريين، وبغض النظر عن كونها قد تمت من خلال لقاء مباشر بينهما، أو بطريقة غير مباشرة عبر أجهزة الاتصال من فاكس أو حاسوب، أو لبريد، وغير ذلك.
  - تميل الأسواق الحديثة إلى التخصص من حيث أنواع أدوات الاستثمار المتداولة فيها؛ فقد أصبح مألوفاً أن نجد سوقاً منظمة تتخصص في بيع سلعة معينة كالذهب مثلاً، أو الأوراق المالية...إلخ.
  - أدى تخصص الأسواق إلى ظهور فئات متخصصة من الأفراد والمؤسسات المتعاملة في هذه الأسواق، ليس في مجال المتاجرة فقط بل في القيام بدور السمسرة والوساطة أو الوكالة. ومن هنا ليس بالضرورة أن يكون جميع المتعاملين في سوق الأوراق المالية مالكيين للأوراق المالية، أو ممن يسعون إلى تملكها، بل يمكن أن تكون من بينهم فئة يقتصر دورها على إدارة عملية التبادل وتنظيمها، وتوفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشتريين، أي فئة السماسرة.

#### دور الحكومة

تستطيع الحكومات من خلال الأسواق المالية، لكونها مكوناً رئيساً في النظام المالي والاقتصادي الحديث تنفيذ سياساتها، إذ يمكن تعزيز التنمية الاقتصادية، وتوفير السبل والإجراءات المختلفة لمعالجة الخلل الاقتصادي، ذلك أن الأسواق المالية تعطي إشارات مبكرة، ارتباطاً بدورة السوق والدورة الاقتصادية. ويمكن تصنيف المسارات التي تؤثر الحكومة من خلالها في الأسواق المالية ضمن خمس فئات:

I. مشارك في السوق market participant، يتبع قواعد العمل نفسها التي يتبعها المتعاملون الآخرون من القطاع الخاص، كما هو الحال مع عمليات السوق المفتوحة.

II. منافس industry competitor أو مبتكر ومحدث benefactor of innovation، من خلال دعم التطوير، أو إنشاء منتجات أو أسواق مالية جديدة بشكل مباشر، من مثل السندات المربوطة بمؤشر.

III. مشرّع ومنفذ legislator and enforcer، من خلال وضع وتطبيق القواعد والقيود المفروضة على المشاركين في السوق والمنتجات والأسواق المالية، من مثل: قواعد السعر up-tick rules، ومتطلبات الهامش، والتوقيفات في عمليات التداول، أو ما يطلق عليه "قواطع الدارة" circuit breakers، وبراءات الاختراع للمنتجات.

IV. مفاوض negotiator، من خلال تمثيل ناخبها المحليين في التعاملات مع الدول الأخرى، تلك التعاملات التي على صلة بالأسواق المالية.

V. متدخل من دون قصد unwitting intervener، عن طريق تغيير اللوائح العامة للشركات والضرائب وغيرها من القوانين أو السياسات التي كثيرا ما يكون لها عواقب غير متوقعة وغير مقصودة على صناعة الخدمات المالية.<sup>1</sup>

تعدّ قاعدة السعر الأعلى Up-tick rule، واحدة من قواعد البيع القصير Short Sell. وتعني القاعدة: أن البيع على المكشوف أو القصير لا يمكن أن يتم إلا إذا كان السعر الذي تتم به الصفقة أعلى من السعر قبل الصفقة.

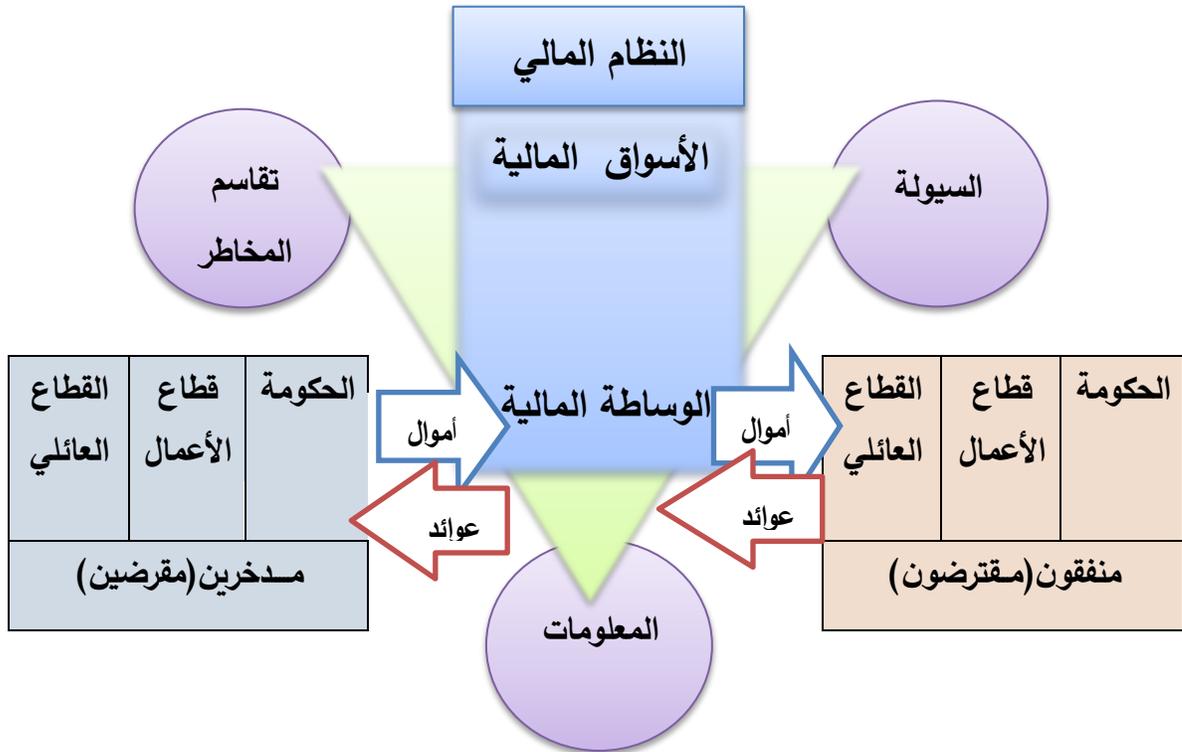
تعدّ قواطع الدارات circuit breakers، حدوداً أو عتبات، يتم عندها إيقاف التداول على مستوى السوق، إذ توقف قواطع الدارة التداول في أسواق الأسهم خلال الانخفاضات الكبيرة، وقد حددت في السوق الأمريكي مثلاً عند 7% و 13% و 20% من سعر إغلاق اليوم السابق.

<sup>1</sup> . Merton, Robert C. Op.Cit,p.263.

### 1-3-3 وظائف السوق المالي

تعمل السوق المالية بطريقة تجعل دورة التدفق النقدي الأساسية بين ادخارات القطاع العائلي والاستثمارات الرأسمالية من قبل الشركات ممكنة. يتبع ذلك تدفق العوائد إلى القطاع العائلي ممثلة بالأرباح ومدفوعات الفائدة وغيرها؛ إذ تستخدم للاستهلاك وإعادة التدوير كمدخرات جديدة. إضافة إلى الوظيفة الأساسية التي تكرر ورودها في ما سبق، ونعني بها نقل الأموال بين الوحدات الاقتصادية. تتحد في السوق المالي الكيفية التي يتم بها انتقال تلك الأموال وتوزيعها وتنميتها عبر إصدار الأوراق المالية، إذ توفر تلك الأوراق أشكالاً مختلفة للاحتفاظ بالثروة. ويتم من خلال السوق المالي توفير السيولة والمعلومات المتعلقة بالأصول المالية المختلفة. وتقدم أسواق المال في كثير من الأحيان إمكانيات لتجميع وتقاسم المخاطر عبر الأوراق المالية والوسطاء، من خلال توفير الأصول المالية المصممة بهدف تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة أو أسعار صرف العملات أو أسعار السلع، وذلك في إطار ما يطلق عليه: عملية التحوط أو الـ Hedge. إذ تسمح أسواق المال المطوّرة جيداً، بالفصل بين المسؤولية عن متطلبات تدفق رأس المال نحو الاستثمارات، والمسؤولية عن تحمل مخاطر تلك الاستثمارات. ويتيح هذا المرفق التخصص الكفء في أنشطة الإنتاج وتسوية التعاملات والتقاص Clearing.

الرسم التوضيحي رقم (1-3-3-1). وظائف السوق والوساطة الماليين



مما سبق ذكره، نستطيع أن نصنف الوظائف الرئيسية للأسواق المالية ممثلة في الآتي:

- 1) وظيفة التمويل: أي جذب المدخرات.
- 2) وظيفة الاستثمار: بمعنى تخصيص المدخرات.
- 3) وظيفة التسعير: إذ تتحدد أسعار الفائدة وأسعار الأصول المالية.
- 4) وظيفة التسوية والدفع: بمعنى تيسير التعاملات.
- 5) إدارة المخاطر.<sup>1</sup>

ونضيف إلى الوظائف الخمس أعلاه وظيفة تأمين السيولة والمعلومات. ويدخل ضمن وظيفة التسعير ما يمكن أن يطلق عليه: "اكتشاف السعر"، ويفهم من وظيفة التسوية والدفع: تيسير التعاملات وتخفيض تكلفتها. وبما أن الوظائف الأولى والثانية قد نوقشت بإسهاب في مواضع عدة سابقاً، فإننا سنعرض للوظائف الباقية بشيء من التفصيل.

### ■ وظيفة التسعير و"اكتشاف السعر"

تعني وظيفة اكتشاف السعر: أن التعاملات بين المشتري والبائع للأدوات المالية في السوق المالي هي التي تحدد سعر الأصل المتاجر به. وفي الوقت نفسه، يتحدد العائد المطلوب من الاستثمار بين المشاركين في هذا السوق، ويتوقف حافز أو باعث الباحثين عن الأموال (وحدات العجز) على العائد المطلوب من قبل المستثمرين، و تتمثل وظيفة اكتشاف السعر بالإشارة التي تعطى، والتي تحدد كيف يمكن للأموال المتاحة أن تنتقل من المقرضين إلى المستثمرين، وكيف يمكن توزيع هذه الأموال بما يفي باحتياجات طالبي الأموال، وتمييتها عبر إصدار الأوراق المالية؟

### ■ تخفيض تكلفة المعاملات

تعمل هذه الوظيفة عندما يقوم المشاركون في السوق المالي بتحمل تكاليف المتاجرة بالأدوات المالية، أو يلزمون بتحملها، ولعل فكرة وجود المؤسسات والأدوات في اقتصادات السوق، إنما تقوم على تكلفة المعاملات، أو بمعنى آخر: إن المؤسسات والأدوات التي تبقى هي التي تؤمن أقل مستوى من تكلفة المعاملات.

### ■ السيولة والمعلومات

تعطي وظيفة السيولة، إمكانية للمستثمرين لبيع الأدوات المالية، لأن السيولة تمثل المعيار في القدرة على بيع الأصل بسعر سوقي مقبول في أي وقت، وبدون هذه السيولة سيكون المستثمر مجبراً على حمل الأداة المالية حتى تتهيا الظروف للبيع، أو يقوم المصدر للأداة باسترجاعها أو تصفيتها، ويتم تسهيل أدوات الدين

<sup>1</sup> . Rose and Marquis, Op.Cit, p.6

عند الاستحقاق، أما أدوات الملكية فإلى أن تقرر الشركة طوعاً أو إجباراً تسيلها. إن كل الأسواق المالية تؤمن نوعاً من السيولة، وتتمايز في ما بينها باختلاف درجات تلك السيولة.

يقوم سوق المال، بالإضافة إلى هذه الوظائف المعلنة، بوظيفة مهمة كامنة لكونه مصدراً أساسياً للمعلومات التي تساعد في تنسيق عملية صنع القرار اللامركزي في مختلف قطاعات الاقتصاد. وتستخدم معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية من قبل القطاع العائلي أو الوكلاء في اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستهلاك، واختيار نوع التخصيص لمحافظ الثروة، وتقدم هذه الأسعار أيضاً إشارات هامة لمديري الشركات بخصوص عملية اختيار المشاريع الاستثمارية وتمويلها.<sup>1</sup>

### تذكر!

تعطي الأسواق الإشارة التي تحدد كيف يمكن للأموال المتاحة أن تنتقل من المقرضين إلى المستثمرين، وكيف يمكن توزيع هذه الأموال بما يفي باحتياجات طالبي الأموال وتميئتها عبر إصدار الأوراق المالية؟

- إن المؤسسات والأدوات التي تبقى هي التي تؤمن أقل مستوى من تكلفة المعاملات.
- إن كل الأسواق المالية تؤمن نوعاً من السيولة، وتتمايز في ما بينها باختلاف درجات تلك السيولة.

يتم استخدام معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية في اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستهلاك، واختيار نوع التخصيص لمحافظ الثروة، وتقدم هذه الأسعار أيضاً إشارات هامة لمديري الشركات بخصوص عملية اختيار المشاريع الاستثمارية وتمويلها.

تسمح أسواق المال المطوّرة جيداً، بالفصل بين المسؤولية عن متطلبات تدفق رأس المال نحو الاستثمارات، والمسؤولية عن تحمل مخاطر تلك الاستثمارات

<sup>1</sup>. Merton, Robert C. Op.Cit, p.263



## قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم / 22 / وتعديلاته

تعريف

### /المادة 1/

يقصد بالتعريف الآتية في مجال تطبيق هذا القانون ما يأتي:

الهيئة: هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

المجلس: مجلس مفوضي الهيئة.

رئيس المجلس: رئيس مجلس المفوضين، الرئيس التنفيذي للهيئة.

الأوراق المالية: أسهم الشرائح القابلة للتداول، وأدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الحكومة والشركات، وأية أدوات مالية تمثل حقوق أرباح المساهمة، أو أية أدوات مالية أخرى يرى المجلس شمولها.

الأسواق المالية: الأسواق المنظمة لتداول الأوراق المالية التي يمكن أن تنشأ في الجمهورية العربية السورية وفقا لأحكام هذا القانون.

الموارد المالية

### /المادة 14/

أ- تتكون الموارد المالية للهيئة مما يأتي:

1- البدلات والعمولات التي تتقاضاها وفقا لأحكام هذا القانون والأنظمة الصادرة بموجبه.

2- الغرامات المالية التي تفرض على المخالفين بموجب أحكام هذا القانون.

3- المساعدات والتبرعات والهبات التي تحصل عليها الهيئة شريطة موافقة رئيس مجلس الوزراء عليها.

البدلات والعمولات

ب- تفرض البدلات والعمولات التي تتقاضاها الهيئة وفقاً لما يأتي:

1- تسجيل الإصدارات ومنح تراخيص إصدار الأوراق المالية.

2- إدراج أو قبول تداول الأوراق المالية في الأسواق المالية.

3- تداول ونقل ملكية الأوراق المالية.

4- اعتماد أو منح الترخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية أو شركات الاستثمار.

5- أية خدمات أخرى يقترحها المجلس ويوافق عليها رئيس مجلس الوزراء.

### /المادة 15/

يرفع رئيس المجلس تقريراً سنوياً لرئيس مجلس الوزراء عن أعمال الهيئة ومركزها المالي في السنة المالية السابقة، وذلك خلال ثلاثة أشهر من انتهاء السنة المالية.

### 1-3-4 تأثير تكلفة المعاملات في بنية السوق المالي

يوجد اعتراف واسع بأن تكلفة المعاملات محدد مهم لأداء الاستثمار. فهي لا تؤثر فقط في النتائج المحققة من استراتيجية الاستثمار النشط، بل تتحكم أيضاً بمدى سرعة تحويل الأصول إلى سيولة إن اقتضت الحاجة إلى ذلك، وتندرج تكاليف المعاملات عموماً في نوعين:

1. التكاليف المباشرة، وتتمثل في العمولات والرسوم المبينة صراحة، ويمكن قياسها بسهولة؛
2. التكاليف غير المباشرة، وتتمثل في التكاليف التي لم يتم النص عليها صراحة، وهذه التكاليف يصعب قياسها، إلا أنها هي الأكثر قابلية للتحسين من خلال الإدارة المتأنية والحريصة لعمليات المتاجرة وعمليات التنفيذ.

### 1-4-3-1 محددات تكلفة المعاملات

تتمثل المتطلبات الأساسية لتحديد تكلفة المعاملات بالآتي:

- 1) خصوصية الأصل.
- 2) عدم اليقين.
- 3) دورية الحدث.

### خصوصية الأصل

تعود هذه الخصوصية إلى الطريقة التي يتم بها تنظيم العمليات أو التعاملات وتنفيذها. بمعنى أن تكلفة المعاملات تكون أقل عندما يكون بالإمكان إيجاد استعمال بديل للأصل موضوع المتاجرة بتكلفة معاملات متدنية.

### عدم اليقين

- ترتبط التكلفة بحالة عدم اليقين، وتعود الأسباب المحتملة لعدم اليقين إلى:
- a) مصادر خارجية، وذلك عندما تحصل أحداث خارج نطاق سيطرة أو تحكم المتعاقدين؛
  - b) ارتباط هذه الأسباب بما يسمى "السلوك المحتمل" للأطراف المتعاقدة.

وفي حال تأكدت التغيرات في الظروف الخارجية، يمكن عندها إجراء إضافات إلى العقود الأصلية آخذين بالحسبان المشاكل التي تسببت بها حالة عدم التأكد الخارجية تلك، وفي هذه الحالة، هناك إمكانية لضبط تكلفة المعاملات، إلا أنه عندما تكون التغيرات في الظروف غير ملحوظة بسهولة، يوجد هناك احتمال أن

تتشكل حوافز لدى الأطراف المتعاقدة لمراجعة العقود الأصلية، أو تخلق مشكلة "خطر أخلاقي". كلما كانت حالة عدم التأكد أكبر، كان هناك إمكانية "سلوك احتمالي"؛ مما يولد تكاليف معاملات إضافية.

### دورية الحدوث

تلعب دوراً مهماً في تحديد ما إذا كان يجب أن تتم التعاملات داخل السوق أو داخل الشركة؛ فالتعامل الذي يمكن أن ينفذ في السوق لمرة واحدة، قد يكون منخفض التكلفة. إلا أنه إذا كانت التعاملات تتطلب تفصيلات تعاقدية: يجب أن تتم داخل الشركة، وعندما يكون هناك ضرورة لإجراء التعاقد مرات عدة، يجب الانتباه أكثر لموضوع تكلفة المعاملات.

إذا كانت الأصول لها خصوصية، والتعاملات ليست متكررة بانتظام، وهناك قدر محدد من عدم اليقين، عندها يمكن القول أن التعاقدات داخل الشركة ستكون أقل تكلفة. وبالعكس، إذا كان الأصل لا يتمتع بهذه الخصوصية، والتعاملات تتم بانتظام، وليس هناك من عدم يقين مهم مرتبط بهذه التعاملات؛ عندها تكون تكلفة التعاملات أقل إذا تمت في السوق.

لقد قام كلاً من R. H. COASE (1932، 1960، 1988)، وويليامسون O. E. Williamson

(1975، 1985)، ك. آرو K. Arrow (1969)، أكيرلوف G. Akerlof (1971) ج. بوكانان J.

Buchanan (1964، 1975) وآخرون، بمقاربة للسلوك التعاقدية وتحليله، بافتراض وجود العقلانية

و"الاحتمالية" في هذا السلوك. وقد فهم السلوك الاحتمالي كفعل مرتبط بالمعلومات المغلوطة فيها وغير الكاملة التي تعود إلى "قصديّة" الطرف الآخر من أطراف التعامل. إن هذا النمط من السلوك يتطلب جهوداً للمتابعة، سابقة ولاحقة، بمعنى ضرورة التأمين والاشتراط المتبادل بين الأطراف؛ مما يقود إلى تكاليف معاملات خاصة.

يقول ج. بوكانان: إن "التكاليف التي تؤثر في قراراتنا هي دائماً عبارة عن تقييمات ذاتية للعواقب

المحتملة في المستقبل...."<sup>1</sup>. ويحدد R. H. COASE جوهر التعاقدات، بأنه "يتمثل فقط في تحديد قوة

المستحدث، ومن خلال هذا التحديد يمكنه توجيه باقي عوامل الإنتاج."<sup>2</sup>

ويقول نايت Knight: إنه "مع الطبيعة البشرية، كما نعرفها، سيكون من غير العملي أو غير العادي

تماماً لطرف ما في العملية التعاقدية، أن يضمن نتيجة محددة لأفعال الطرف الآخر بدون أن يعطى القوة اللازمة للتحكم بالعملية، ومن جهة أخرى؛ فإن الطرف الثاني لن يضع نفسه تحت إدارة أو توجيه الأول بدون تلك الضمانة...."<sup>3</sup>

<sup>1</sup>. Buchanan, James M. (1999-2002). Vol. 6 Cost and Choice: An Inquiry in Economic Theory. p.13-25.

<sup>2</sup>. Coase, Ronald H. (1960). "The Problem of Social Cost". *Journal of Law and Economics*. 3 (1): 1-44

<sup>3</sup>. Knight, F. H. (1921) Risk, Uncertainty, and Profit. Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Company, p.356.

## 1-3-4-2 عدم تماثل المعلومات: الاختيار المضاد والخطر الأخلاقي Assymetry: Adverse Selection and Moral Hazard

### عدم تناظر (تماثل) المعلومات

يعني عدم تناظر المعلومات: أن أحد الأطراف لديه معلومات أفضل أو أكثر من الطرف الآخر، لحظة اتخاذ القرار وإجراء الصفقة، لأن عدم تناظر المعلومات، يسبب اختلالاً في توازن القوى بين الأطراف المتعاقدة. وينشأ عن عدم تماثل المعلومات مشاكل من مثل: الاختيار المضاد، والخطر الأخلاقي.

افترض أنك تفاوض رئيسك في العمل بخصوص راتبك!

مثال

### الاختيار المضاد (العدواني)

هو عبارة عن مصطلح يستخدم في الاقتصاد؛ للإشارة إلى العملية غير المرغوب بها، التي يمكن أن تحصل بين البائعين والمشتريين الذين لديهم معلومات متباينة وغير كاملة، لأن المعلومات أو المعرفة غير الكاملة عند الأطراف المتعاقدة ستؤدي إلى انزياح أو انتقال في الأسعار والكميات في السوق، وهذه النتيجة (السيئة) تكون قد حصلت بالاختيار. مثال: إذا حدد أحد المصارف سعراً واحداً لكل حسابات الزبائن (الفائدة)؛ فإن ذلك يؤدي لكثرة الحسابات الصغيرة ذات النشاط الكبير.

إذاً الاختيار المضاد: عبارة عن مشكلة يخلقها عدم تناظر المعلومات قبل حصول التعامل أو الصفقة! ينشأ الاختيار المضاد في عقود الملكية والدين، ومرده إلى الافتقار النسبي عند المقرض، إلى للمعلومات بخصوص العائد المحتمل والمخاطرة المرتبطين بالنشاط الاستثماري للمقترض. يمثل الاختيار المضاد ميلاً عند أولئك الأشخاص الذين لديهم الاحتمال الأكبر أن يعانون من مشاكل مالية تصعب عليهم الحصول على القرض أو الضمان.

### الخطر الأخلاقي

احتمال أن يتوفر حافز للأطراف المتعاقدة لإعادة التدقيق في العقد الأولي، وهذا ما يمكن أن يطلق عليه: "مشكلة الخطر الأخلاقي".

يحصل الخطر الأخلاقي بعد حصول التعاقد، ويحدث في الأسواق المالية عندما يتوفر للمقترضين الحوافز للدخول في نشاطات غير مرغوبة (لا أخلاقية من وجهة نظر المقرض)، وينشأ الخطر الأخلاقي بسبب أن عقود الدين تسمح للمقترض أن يبقى على أية عوائد تتجاوز المدفوعات الثابتة في اتفاقية القرض.

### 1-3-4-3 الخطر الأخلاقي وفشل السوق

تتمثل إحدى الافتراضات الضمنية لنظريات "الرفاه": في أن خصائص جميع السلع متاحة لكل المشاركين في السوق. إلا أن الواقع ليس كذلك. إذ تكون هذه المعلومات غير متماثلة لدى المشاركين في السوق غالباً، وفي الكثير من الحالات يعرف الطرف الأقل دراية بأن المعلومات غير متماثلة أو متناظرة، وأن الطرف الآخر لديه معلومات أكثر.

إن المعلومات غير المتماثلة تؤدي إلى ما يطلق عليه: مشكلة "الاختيار المضاد" Adverse Selection، وهي ظاهرة توجد حيث يكون هناك مشكلة تتمثل بوجود خصائص أو سمات مخفية، وعندما يختار الأفراد المطلعون، فإنهم يتسببون في الضرر للطرف غير المطلع من السوق، ويحدث الاختيار المضاد بسبب المعلومات غير المتماثلة قبيل الصفقة.

ومن ناحية أخرى: بعد اتمام الصفقة تحدث مشكلة "الخطر الأخلاقي" Moral Hazard؛ ففي حالة وجود مشكلة "الخطر الأخلاقي" يشارك أحد أطراف النشاط الاقتصادي في أنشطة غير مرغوبة لدى الطرف الآخر. ينبغي أن يكون لدى كل طرف من أطراف الصفقة المعرفة الكافية عن الطرف الآخر لكي يتمكن من اتخاذ قرارات صحيحة.

لقد وجدت مشكلة المعلومات غير المتناظرة شرحاً في الاصطلاح المعروف لأكيرلوف Akerlof، أي مشكلة السيارات المستعملة "lemons"؛ فالمشتري المحتمل للسيارة المستعملة لا يمكنه تقييم جودة السيارة بشكل صحيح، سواء أكانت جيدة أم لا. على النقيض من ذلك؛ فإن صاحب السيارة المستعملة هو أكثر معرفة في ما إذا كانت سيارته جيدة أو لا.

يوجد، في الأساس نوعان من المعلومات غير المتماثلة، ويحدث النوع المتصل بخصائص مخفية، عندما يعرف أحد الأطراف شيئاً عن السلعة أو الخدمة (موضوع الصفقة)، ولا يتوفر مثلها لدى الطرف الآخر. ويحصل النوع الثاني المتصل بأفعال مخفية، عندما يكون باستطاعة أحد الأطراف اتخاذ إجراء ما، يؤثر في الطرف الآخر بدون أن يتمكن الطرف الآخر من ملاحظته مباشرة.

أما في حالة "الخطر الأخلاقي"، وبالرغم من وجود القليل من التعاريف لهذه المشكلة، إلا أنه ووفقاً لأحد هذه التعاريف؛ فإن الخطر الأخلاقي هو: خطر قيام أحد أطراف العملية التعاقدية بتغيير سلوكه على حساب الطرف الآخر حالما ينتهي العقد. ويمكن تعريف "الخطر الأخلاقي" في مجال التأمين بأنه ميل حملة صكوك التأمين إلى بذل جهود أقل لحماية موضوع التأمين أو السلع المؤمن عليها ضد السرقة أو الضرر. ويشير الخطر الأخلاقي أيضاً، إلى الحالات التي لا يستطيع فيها أحد الأطراف أن يراقب أفعال الطرف الآخر.

ومن جهة أخرى، تحدث مشكلة الخطر الأخلاقي عندما تؤثر الأفعال التي يقوم بها المؤمن له في احتمال حصول الخسارة، بدون أن تتمكن شركة التأمين من ملاحظتها، وفي هذه الحالة لا يمكن تطبيق قسط التأمين أو تحديده بشكل صحيح، كما لا يمكن تحديد العلاوة أو التعويض؛ مما يؤدي إلى فشل السوق.

### i

### حالة من الصحافة المالية.

بعد هجمات الحادي عشر من أيلول (سبتمبر) 2001، على مبنى مركز التجارة في نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية، ناقشت هيئة المحلفين قضية مدفوعات التأمين على مركز التجارة العالمي المدمر. حاول صاحب عقد إيجار المبنى الحصول على ما يفوق 7 مليار دولار من أموال التأمين، معللاً ذلك بوقوع هجومين على المركز، بينما ادّعت شركات التأمين التي تضم كبريات الشركات من مثل Chubb Corporation، و شركة Swiss Reinsurance Co، أنه يجب أن يعدّ الهجوم "المنسّق" حدثاً واحداً. توصلت هيئة المحلفين الفيدرالية الأمريكية في كانون الأول (ديسمبر) 2004، إلى قرار يمثل حلاً وسطاً، وفي أيار (مايو) 2007، أعلن حاكم نيويورك عن توفير أكثر من 4.5 مليار دولار لإعادة بناء مجمع مركز التجارة WTC كجزء من التسوية الكبرى للمطالبات التأمينية.

ويمكننا استناداً إلى ما سبق ذكره، استخلاص السمات الرئيسية للمخاطر الأخلاقية وهي؛

(i) وجود الفعل المخفي؛ إذ أحد الأطراف، وليكن شركة التأمين، غير قادر على مراقبة أفعال الطرف الآخر.

(ii) وبفعلته المخفية تلك، يزيد الطرف الذي يخفي أفعاله من احتمال حصول المخرج أو النتيجة السلبية؛ لذلك فمن المرجح أن التأمين ضد الحرائق يعطي الناس حافزاً لارتكاب الحرائق العمدية؛ بهدف الحصول على التأمين، ويمكن أن يجعل التأمين على السيارات الناس أكثر اطمئناناً عند حصول الحوادث التي تتسبب بإصابات أو أضرار في الممتلكات. فأصحاب السيارات قد يقودوا بتهور أكبر لأن سياراتهم مؤمنة. وفي التأمين الصحي هناك احتمال أن يأخذ الناس رعاية أقل بمجرد حصولهم على التأمين الصحي.

بعبارة أخرى، هناك تكلفة مرتبطة بالرعاية وبالاحتياطات المتخذة لتجنب الخسارة. وعندما يكون لدى أحد الأطراف تأميناً كاملاً، لن يكون لديه أية أسباب لتحمل هذه التكلفة، لأن التأمين سيغطي الخسارة بالكامل. إذن، إضافة للاختيار المضاد، فإن "الخطر الأخلاقي" يرتبط بالنتائج غير المرغوبة التي يمكن أن تحصل بسبب عدم تناظر المعلومات، ويحصل الخطر الأخلاقي غالباً، كما نوهنا أعلاه، عندما يقوم أحد الأطراف المتعاقدة بفعل يتسبب بضرر مباشر.

وتستطيع الوصول إلى خلاصة: إن "المعلومات الدقيقة مهمة لاتخاذ القرار، وفي حال كان هناك اختلال توازن في السوق فقد ينتهي إلى فشل هذا السوق".



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

المادة - 13 -

تتكون موارد السوق مما يأتي:

- 1) بدلات انتساب واشتراكات الأعضاء السنوية.
- 2) العمولات التي تستوفىها السوق لقاء عمليات البيع والشراء.
- 3) الاعتمادات التي تخصصها لها الدولة.
- 4) المنح والهبات التي تحصل عليها السوق من أية جهة توافق عليها الهيئة.
- 5) الغرامات المتحققة عن المخالفات المرتكبة لأنظمة السوق.
- 6) أي موارد أخرى تقررها الهيئة.

المادة - 15 -

أ - يكون للسوق موازنة مستقلة؛ بحيث تبدأ السنة المالية من اليوم الأول من شهر كانون الثاني، وتنتهي في الحادي والثلاثين من كانون الأول.

ب- تحتفظ السوق باحتياطي عام يعادل ضعف إجمالي نفقاتها المبينة في ميزانيتها السنوية السابقة، يتم تكوينه من الفائض من مواردها بعد اقتطاع جميع النفقات الرأسمالية والجارية التي تحتاجها السوق.

ج- إذا وقع عجز في ميزانية السوق لأية سنة مالية، يغطي من الاحتياطي العام وإذا لم يكف الاحتياطي العام لتغطية العجز، فعلى أعضاء السوق أن يدفعوا بالتساوي المبلغ الكافي للتغطية الذي يعدّ ديناً لهم يسترد من صافي الإيرادات المتحققة فيما بعد.



## الفصل الثاني

تنظيم السوق المالي وأنواعه، المشاركون والإصدارات

### Regulation of Financial Markets, Types, Participants and Issuances

المبحث الأول: تنظيم السوق المالي

Regulation of Financial Markets

المبحث الثاني: أنواع الأسواق المالية (البنية) Types of Financial Markets

المبحث الثالث: المشاركون في السوق المالي Participants of Financial Markets

المبحث الرابع: الإصدارات وأدوات السوق المالي Financial Issues & Instruments

## المبحث الأول

### تنظيم السوق المالي

## Regulation of Financial Markets

#### الأهداف التعليمية:

1. التنظيم الذاتي لأسواق المال.

2. الجهات النازمة للسوق المالي.

3. تنظيم السوق المالي بين الاحتكار والمنافسة.

### 2-1-1 التنظيم الذاتي للأسواق المالية

كانت البورصات أو أسواق المال الأولى، التي ظهرت في أوروبا في القرنين السادس عشر والسابع عشر، ولاسيما في المدن الساحلية أو المراكز التجارية مثل: أنتويرب، وأمستردام، ولندن، أقرب إلى أن تكون أسواقاً للسندات، إذ إن عدد الشركات كان قليلاً، ولم تصدر أسهماً، كما عدت في معظمها مؤسسات شبه عامة.

لا يحتاج عدد من البورصات القائمة حالياً إلى تنظيم كما هو الحال في الأسواق النظامية التي تعمل داخل بورصات رسمية، بمعنى أنه ليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد، ويطلق على مثل هذه الأسواق مصطلح "OTC"، وهي الأحرف الأولى من عبارة Over the Counter. ويعرف مثل هذا النوع من الأسواق أحياناً، بما يمكن تسميته: "لوحات الإعلانات" Bulletin Boards، وتكتب باختصار: OTCBB.

تدرج أسهم الشركات التي تفشل في الوفاء بمعايير الإدراج الأكثر صرامة في الأسواق الكبيرة المنظمة، في أسواق OTCBB الموازية أو غير المنظمة، التي تعتبر أكثر خطورة. قد تتطلب عمليات التبادل الضخمة على سبيل المثال أن تكون الشركة قيد التشغيل، أو مضى على نشاطها مدة معينة من الوقت قبل إدراجها في السوق النظامي، وأنها تستوفي شروطاً معينة في ما يتعلق بقيمة الشركة وربحيتها. بشر ظهور أسواق الأسهم الحديثة، في عصر التنظيم والاحتراف الراهن، مشتري وبائعي الأسهم بضمان الموثوقية، أي أن تعاملاتهم ستتم بأسعار عادلة، وضمن مهل زمنية معقولة. وترتبط اليوم العديد من البورصات في جميع أنحاء العالم إلكترونياً. ويمكن أن يعني ذلك الربط أن الأسواق الآن أكثر كفاءة وسيولة.

يغطي مصطلح: "التجارة الإلكترونية" Electronic Trading مجموعة متنوعة من الأنشطة، تشكل جزءاً مما يمكن أن يطلق عليه: دورة حياة التجارة، ويشير التداول الإلكتروني إلى نقل ملكية الأداة المالية، إذ تتم المطابقة بين طرفي المتاجرة، في مرحلة التفاوض أو التنفيذ من خلال نظام إلكتروني.



## قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم / 22 / وتعديلاته

### تعريف

#### / المادة 1 /

يقصد بالتعريف الآتية في مجال تطبيق هذا القانون ما يأتي:

**الأسواق المالية:** الأسواق المنظمة لتداول الأوراق المالية التي يمكن أن تنشأ في الجمهورية العربية السورية وفقاً لأحكام هذا القانون.

#### جهة ناظمة

#### / المادة 2 /

أ- تحدث في الجمهورية العربية السورية جهة ناظمة تسمى هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، ترتبط برئيس مجلس الوزراء، وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، ويكون مقرها في دمشق.  
ب- يكون لهذه الهيئة جميع الصلاحيات اللازمة للقيام بالمهام والوظائف المنوطة بها، وبما يحقق أهدافها.  
ج- يحظر على الهيئة القيام بأي عمل أو نشاط بقصد الربح، أو إقراض الأموال، أو إصدار الأوراق المالية.

تؤدي جميع الأسواق المالية ووظائف متماثلة في ما يتعلق بإدراج الأوراق المالية، وتداولها، وتفاصيلها، وتختلف في أجهزتها الإدارية للقيام بهذه الوظائف، أو للتعامل معها، وتعدّ البورصات في معظم الاقتصادات الناضجة منظمات غير حكومية، ولديها القدرة على وضع وإنفاذ لوائح ومعايير الصناعة المالية، أي أنها ذاتية التنظيم (SROs) Self-regulatory Organizations. وتتمثل الأولوية بالنسبة لهذه البورصات في حماية المستثمرين، وذلك من خلال وضع القواعد التي تعزز أخلاق المهنة والمساواة.

لا تشارك الحكومات مباشرة في عمليات الأسواق المالية، في العديد من الدول. وتتطوي العلاقة بين البورصات، كونها جمعيات خاصة تعمل كمؤسسات شبه عامة مع الحكومة، على نوع من الشراكة الإدارية. قد تتبنى البورصات سياسات محددة عموماً، وتقوم بإصدار لوائح تحكم عملياتها، ولكنها تخضع لهيئات من مثل: هيئة الأوراق والأسواق المالية. ويمكن اقتراح التعديلات من قبل السوق، في حال اقتنعت هيئة الأوراق والأسواق المالية، بأن تلك التعديلات مطلوبة للمصلحة العامة.

### الإطار رقم (1-1-1-2). أمثلة عن تنظيم السوق المالي

الولايات المتحدة الأمريكية: يتناول قانون الأوراق المالية لعام 1933 سوق الإصدار الجديد بشكل أساسي، وقانون بورصة الأوراق المالية لعام 1934، الموجه نحو سوق التداول. وبمقتضى قانون 1934 يجب أن تتسجل السوق المالية، لدى هيئة الأوراق المالية والبورصة (SEC) كبورصة وطنية للأوراق المالية، ما لم يتم إعفاؤها، بسبب محدودية حجم تعاملاتها، وأن تتوافق مع قواعد معينة في ممارستها التجارية.

بريطانيا: لا تشارك الحكومة في عمليات الأسواق مباشرة، وتعد بورصة لندن مؤسسة مستقلة لا تخضع للوائح الحكومية. تشبه النادي الخاص بدستوره، وقواعد التشغيل الخاصة به، يديرها مجلس منتخب من الأعضاء، باستثناء السمسار الحكومي الذي هو عضو بحكم منصبه ex officio بدون قوة تصويتية.

أسواق المال الأوروبية: تخضع معظم أسواق المال الأوروبية إلى شكل ما من أشكال التنظيم الحكومي. بورصة أمستردام هي: مؤسسة خاصة تتمتع بحرية نسبية في تنظيم أنشطة السوق، لكن وزير المالية يمارس بعض الإشراف بموجب التشريعات القائمة.

بورصة زيورخ. يحكمها مجلس من الأعضاء المنتخبين، يحدد السياسة العامة، وينسق عمل لجان البورصة. من بين هؤلاء: رئيس الإدارة المالية لولاية زيورخ الذي يرأس لجنة كانتون زيورخ، التي تدير التعاملات على أرضية البورصة.

بورصة فرانكفورت. على الرغم من أنها تخضع للإدارة المباشرة لمجلس الحكام المنتخبين من قبل أعضائها، إلا أنه يجب الموافقة على قواعد البورصة من قبل سلطات ولاية هيس؛ ويعين المتخصصون الرسميون، المسؤول كل منهم عن التداول في أوراق مالية معينة من قبل وزير المالية في ولاية هيس.

بروكسل. تشارك وزارة المالية في تعيين أعضاء في اللجان الرئيسية، في حين يتم إرفاق ممثل حكومي لكل بورصة للإشراف على مراعاة جميع القواعد والقوانين، إضافة إلى ذلك تتمتع اللجنة المصرفية التي يتم ترشيحها من قبل الحكومة بصلاحيات كبيرة في قبول الأوراق المالية في التداول العام.

بورصة باريس. يرأس حاكم بنك فرنسا لجنة السياسات في البورصة، بينما يتم اختيار الأعضاء العاديين من قبل وزارة المالية. وكلاء التداول agents de change، الذين يشرفون على عملية التداول هم من المسؤولين شبه الحكوميين.

البورصات الإيطالية. يعين أعضاء جدد من قبل الحكومة من قائمة المرشحين كنتيجة للاختبارات التنافسية، ومن ثم يتمتعون بمكانة عامة.

## 2-1-2 تنظيم السوق المالي

مما سبق ذكره، يتبين بأن الأسواق المالية لا تعمل كلها داخل بورصات رسمية، ولكن تلك التي تعمل داخل بورصات رسمية يمكن تقسيمها إلى فئتين على أساس الجهة النازمة أو المشرفة على عملها:

### أولاً- التعاونيات المملوكة وفق أسس تشاركية أو تبادلية

يتم تنظيم التداول في هذه الحالة كناد أو تعاونية توجه وتدار من قبل أعضائها، وتراقب التعاونيات مرافق السوق مثل: شبكات الحاسوب، أو وصلات الهاتف المخصصة، وتضع كتاب قواعد السوق، وتتابع تلك القواعد، وتتألف العضوية عادة من "الشركات الأعضاء" (التجار)، ولكنها يمكن أن تشمل من حيث المبدأ: الوسطاء وعامة المستثمرين.

### ثانياً- الشركات المساهمة.

تتميز في هذه الحالة الشركة التي تملك البورصة وتديرها قانوناً، وذلك عن المشاركين في السوق. ويمكن أن تكون ملكية أسهم الشركة خاصة؛ كأن تكون مملوكة من قبل شركة أخرى، أو قد تكون مملوكة جزئياً أو كلياً من قبل الحكومة. وفي حال كانت قد أسست كشركة "عامة"، سيتم تداول أسهمها علناً، ويجوز عندها للشركات الأعضاء في البورصة أن تمتلك حصصها كلياً أو جزئياً.

لقد بدأت العديد من البورصات المالية كمنظمات ملكيتها تشاركية، وبقيت كذلك حتى أواخر القرن الماضي تقريباً، ومن الأمثلة على ذلك: بورصة لندن LSE، وبورصة نيويورك NYSE، وبورصة ناسداك NASDAQ، وبورصة شيكاغو CBOT، وبورصة لندن للمعادن LME، وبورصة البترول الدولية IPE. وشهدت السنوات الأخيرة اتجاهاً نحو التخلي عن التشاركية أو التبادلية، إذ اكتسب هذا الاتجاه دفعاً قوياً مع تحول معظم الأسواق إلى شركات مساهمة. فقد تحولت بورصة الأسهم في لندن LSE، على سبيل المثال، إلى شركة محدودة المسؤولية في آذار 2000، وأصبحت شركة مدرجة في بورصة لندن في تموز 2001. وسرعان ما أعقب هذه المرحلة من التخلي عن التبادلية المزيد من إعادة الهيكلة في شكل عمليات الاندماج والاستيلاء، فقد أصبحت سوق النفط الدولية، على سبيل المثال، شركة فرعية مملوكة بالكامل لشركة "انتركونتيننتال" Intercontinental Exchange، ومقرها أتلانتا في ولاية جورجيا في الولايات المتحدة الأمريكية، وفي أواخر عام 2001، قبلت بورصة لندن الدولية للعقود المستقبلية LIFFE عرضاً من "يورونكست" Euronext، وهي شركة كانت قد تشكلت في عام 2000 من اندماج بورصات أمستردام، وبروكسل، وباريس.

وتعكس هذه الاضطرابات في إدارة الأسواق المالية التغيرات الآتية:

- التغيرات التي طرأت على أوجه التقدم في تكنولوجيا المعلومات، لناحية خفض تكاليف التداول.

- الإصلاح التنظيمي بمعنى تشجيع المنافسة.
  - العولمة: أي تعزيز تدفقات رؤوس الأموال الدولية.
- تتطور البورصات من خلال دورها التقليدي كمرافق عامة بسرعة، من كونها منظمات تخضع للتنظيم الشديد، ومحمية بسلطات احتكارية، إلى شركات تواجه منافسة على تقديم الخدمات.

### فكر!...الإصلاح التنظيمي في الأسواق الأمريكية

تأسست NASD في عام 1939، وسجلت لدى هيئة الأوراق المالية والبورصة SEC، وذلك استجابةً للتعديلات التي أقرها قانون Maloney على قانون الأوراق المالية الصادر عام 1934. لقد سمح لها القانون بالإشراف على سلوك أعضائها الخاضعين لإشراف هيئة الأوراق المالية والبورصة، وأطلقت NASD في عام 1971 نظاماً جديداً محوسباً لتداول الأسهم، أطلق عليه **التسعير الآلي** للرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية (NASDAQ). دمجت بورصة نيويورك للأوراق المالية NYSE والبورصة الأمريكية AMEX عام 1998، وبعد عامين خضعت بورصة ناسداك لإعادة رسملة كبيرة وأصبحت كياناً مستقلاً من NASD. في تموز من عام 2007، وافقت **لجنة** الأوراق المالية والبورصة على تشكيل منظمة ذاتية التنظيم SRO جديدة لتخلف NASD. تم بعد ذلك دمج NASD، ووظائف التنظيم والتطبيق والتحكيم الخاصة بالأعضاء في بورصة نيويورك للأوراق المالية NYSE، في هيئة تنظيم الصناعة المالية FINRA. أنشأ ذلك هيئة مراقبة واحدة للسماسرة. وبحسب المسؤولين عن الأمر آنذاك، فإن الاندماج يقلل القواعد المكررة والمتضاربة في بعض الأحيان، ويوفر المال، ولا سيما بالنسبة لأكثر من 200 تاجراً وسيطاً خضعوا لرقابة مزدوجة لسنوات. وكان الرأي وقتها بأن المستثمرين يمكن أن يستفيدوا أيضاً من تخفيض التكاليف، على الرغم من أن بعضهم أعرب عن قلقه من أن الصفقة ستؤدي إلى تقليل الرقابة على الممارسات التجارية. لقد ركزت NASD الكثير من طاقتها على الممارسات غير الصحيحة في تعاملات صغار الوسطاء، وفي بذل الجهود لحماية المستثمرين الأفراد وكبار السن، بينما ركزت NYSE على العمليات والسلامة المالية وإقامة جدران حماية بين مختلف الوحدات لكبار الوسطاء. وبناء عليه، فإن الدمج يمزج بين ثقافتين مختلفتين. بذلت جهود مكثفة لدمج فرق التفتيش وعمليات الإنفاذ وكتيبات القواعد، وأطلق على الهيئة التنظيمية الذاتية الجديدة، التي تمولها الشركات التي تشرف عليها اسم: هيئة تنظيم الصناعة المالية FINRA. ووفقاً للنظام الجديد تتم زيارة الشركات، من قبل مجموعة واحدة من المفتشين، كما تخضع قضايا التنفيذ لمستويات متعددة من المراجعة.

## 2-1-3 تنظيم الأسواق المالية بين الاحتكار والمنافسة

هل يشكل بقاء أسواق التداول على أساس تعاوني أو تحولها إلى ملكية مساهمة أي فرق؟ تميل الشركات المملوكة تعاونياً إلى العمل لصالح الأعضاء القائمين، أو لصالح مجموعة مهيمنة من الأعضاء. وهي مناسبة كشكل من التنظيم عندما يكون أصحاب الشركات (أو البورصات) هم أنفسهم زبائناً، أي الشركات الأعضاء في البورصة، والتجار أو الوسطاء. وهكذا، قد يسعى الأعضاء في تلك التعاونيات إلى مكافأة الأعضاء القائمين عبر:

- 1) تقييد قبول القادمين الجدد؛ أو
  - 2) تفضيل مجموعة من الأعضاء على الآخرين؛ أو
  - 3) التمييز ضد المشاركين الآخرين في السوق، أي التجار غير الأعضاء والوسطاء والمستثمرين العموميين.
- كما أن الملكية التعاونية لها سمعة في مقاومة الابتكارات، من مثل التداول الإلكتروني الذي يحل مكان التداول بالمناداة المفتوح، وهذا مايسبب الضرر لمصالح الأعضاء القائمين القصيرة الأجل. أما الشركات المساهمة فمن المرجح أنها مدفوعة بتحقيق الأرباح، وذلك عبر فرض الرسوم على استخدام مرافق السوق. كما أنها أقل اهتماماً بالعواقب السلبية المحتملة للابتكارات التكنولوجية والمالية، كما يحتمل أنها أقل تقييداً للمنافسة بين المتداولين في السوق، أي بين الشركات الأعضاء والتجار غير الأعضاء. وقد تعمل الأسواق في الواقع على تحفيز هذه المنافسة، إن هي أدت إلى زيادة حجوم التداول وأرباح المساهمين. وتتنافس الأسواق نفسها مع بعضها حالياً على الأعمال، مثل: إدراج الأسهم، وحجوم التداول. وتتأثر طبيعة هذه المنافسة ومداهما بالتنظيم والتكنولوجيا.

**i** أعدت هيئة أسواق المال الكويتية في شهر تشرين ثاني 2018 النشرة التمهيدية لخصخصة بورصة الكويت، وفي 13 شباط من عام 2019 انتهت المرحلة الأولى، على أن يتم طرح العام الأولي للمنتقي من الأسهم (50%) في الربع الأخير من العام نفسه أو الربع الأول من عام 2020.

وبالرغم من التشابه المتزايد، غير أن الأسواق قد تتباين في أوجه عديدة، نذكر منها الآتية:

- 1) قد يتفرد بعض هذه الأسواق من دون غيره بعرض أنواع محددة من الأدوات أو العقود التي لا تتوفر في سوق آخر، فالسوق الأمريكي مثلاً كان السوق الوحيد إلى فترة قريبة، الذي يعرض العقود المستقبلية Futures على ما يطلق عليه: "الأسهم الفردية" SSF's، مع التنويه إلى أنه قد تمت المتاجرة بعقود فيوتشرز الأسهم الفردية في إنكلترا وبلدان أخرى لبعض الوقت، وذلك قبل أن تتم المتاجرة عليها في السوق الأمريكي، ومما يجدر ذكره أيضاً: أن هذا النوع من العقود كان ممنوعاً منذ عام 1982 في الولايات المتحدة، وبقي كذلك حتى 21 كانون أول العام 2000؛

(2) يمكن لبعض الأسواق أن تتبع إجراءات مختلفة عن غيرها من بقية الأسواق، فقد أغلقت ألمانيا، مثلاً، ما كان يسمى السوق الجديد "Neuer Markt" نهاية عام 2002، وجرى التضييق على تداولات الأسهم القليلة السيولة.<sup>1</sup> نقلت الأوراق المالية إلى بورصة فرانكفورت، وباعتبار أن بعض الشركات عديمة الخبرة في تداول الأسهم، من ثم فقد أصبح الحصول على رأس المال أكثر صعوبة بالنسبة للشركات الجديدة.

(3) خضوع السلوك والوعي الاستثماري للوائح والإجراءات المحلية، حيث جرى تنظيم صناديق التقاعد في أسواق عديدة، على سبيل المثال، عبر تحديد خطط تلك الصناديق، بحيث تتوقف المنافع المقدمة من قبلها على المساهمة فيها.<sup>2</sup>



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل الثاني: سوق دمشق للأوراق المالية

المادة - 5 -

أ - تُحدث في الجمهورية العربية السورية سوق لتداول الأوراق المالية تسمى (سوق دمشق للأوراق المالية)، تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، ولها بهذه الصفة أن تملك الأموال المنقولة وغير المنقولة والتصرف بها، والقيام بجميع التصرفات القانونية لتحقيق أهدافها، بما في ذلك إبرام العقود، ولها حق التقاضي، ولرئيس مجلس الإدارة أن يوكل محامياً يمثلها في الإجراءات القضائية، وهي ترتبط بالهيئة، وتعمل تحت إشرافها.

ب- يكون المقر الرئيس للسوق مدينة دمشق.

ج- تخضع سوق دمشق للأوراق المالية في ممارسة عملها ونشاطاتها لأحكام هذا المرسوم التشريعي، والأحكام المنصوص عليها في قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم /22/ لعام 2005، وتعليماته التنفيذية، ومختلف الأنظمة الصادرة عن مجلس إدارة السوق بعد اعتمادها من قبل الهيئة.

<sup>1</sup>.See:

- Sell, John W.(May 2006)-The Neuer Markt is Dead. Long Live the Neuer Markt!, International Advances in Economic Research,Volume 12, Issue 2, pp 191–202.
- Burghof, Hans-Peter & Hunger ,Adrian (2003 )- Access to Stock Markets for Small and Medium Sized Growth Firms: The Temporary Success and Ultimate Failure of Germany's Neuer Markt.

<sup>2</sup>. Cfr.

- Today's Research on Aging (January 2009 )-Social Security Systems Around the World, Population Reference Bureau, No.15, p.1-4.
- International Actuarial Association(May 2018)- Defined Benefit Pension Plan Funding and the Role of Actuaries, Educational Monograph.134p.

## المبحث الثاني

### أنواع السوق المالي

### Types of Financial Markets

#### الأهداف التعليمية:

1. تصنيف الأسواق المالية تبعاً لطبيعة الأوراق المتداولة فيها.

2. تقسيمات السوق الثانوي على أساس صيغة تنظيمه.

3. الأسواق المالية تبعاً للحقوق والالتزامات المترتبة على أدوات الاستثمار المتداولة فيها.

4. التفريق بين الأسواق المالية على أساس أغراض التمويل.

#### أنواع الأسواق المالية

تصنف أسواق المال على أسس مختلفة، ورغم هذه التصنيفات تبقى هذه الأسواق متداخلة، ومن الصعب إيجاد فصل بين نوع وآخر؛ لأن سهولة تبادل المعلومات قد يسر على المتعاملين فيها الانتقال من نوع إلى آخر، بخلاف الحال في أسواق السلع الأخرى. وتعطي الميزة السابقة مرونة كبيرة للأسواق المالية تسمح بتنوع أدوات الاستثمار، كما تؤثر في معدلات الفائدة المتوقعة من هذه الأدوات والقروض، مما يجعلها متقلبة ومتغيرة تبعاً لعرض الأموال والطلب عليها.

تقسم الأسواق المالية تبعاً لطبيعة الأوراق المتداولة فيها إلى أسواق أولية وأخرى ثانوية؛ وتبعاً للحقوق والالتزامات المترتبة على أدوات الاستثمار المتداولة فيها إلى أسواق دين وأسواق ملكية، ولعل من أهم التصنيفات للأسواق المالية، التصنيف القائم على أساس أغراض التمويل: حيث تقسم إلى أسواق نقد وأسواق رأسمال.

نتناول كل من التقسيمات المذكورة أعلاه بشيء من التفصيل، على أن تدرس بشكل أعمق في فصول لاحقة. ويجدر الإشارة، إلى أنه يجري التمييز في أسواق رأس المال، بين أسواق حاضرة أو فورية Spot or Cash Markets، وأسواق آجلة Forward. ويقصد بالأسواق الحاضرة: تلك الأسواق التي تتعامل بأوراق مالية يتم تسليمها وتسلمها فور إتمام الصفقة، بينما يتم ذلك في الأسواق الآجلة عند تاريخ لاحق متفق عليه. ويحصل أن يتم التفريق أحياناً بين أسواق منتظمة وأخرى غير منتظمة. وقد يحدث نوعاً من الخلط بين السوق المالي والسوق بين المصارف في بعض التصنيفات، وإن كان الأخير يمكن أن يدرج ضمن سوق النقد، أو يتم معاملته بشكل مستقل.

## 1-2-2 الأسواق الأولية والأسواق الثانوية Primary & Secondary Markets

يتم في نطاق الأسواق الأولية التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة IPO، وذلك عن طريق ما يسمى: الاكتتاب، سواء أعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس الشركات الجديدة أم عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس، أم بإصدار السندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل. وسنأتي على هذا الموضوع، أي الطرح الأولي، بالدراسة والتحليل في مبحث لاحق من هذا الفصل. إن الأسواق الأولية ليست أسواقا بالمعنى الحرفي للكلمة، وإنما هي العملية التي تتم بها الإصدارات الأولية للأسهم والسندات.

يطلق مصطلح الأسواق المالية الثانوية Secondary Markets على الأسواق الني يتم فيها تداول الأوراق المالية لشركات قائمة سبق تكوينها؛ فعند تأسيس شركة مساهمة ما تصدر أسهما، وتطرح هذه الأسهم للاكتتاب العام في السوق الأولي، وبمجرد انتهاء عملية تخصيص الأسهم، واستكمال شروط إدراجها في السوق، فإن كل تداول لأسهم هذه الشركة يتم في السوق الثانوي. وفي حال رغبت الشركة لاحقا بزيادة رأسمالها فإن الأسهم الإضافية ستطرح للاكتتاب العام بإصدار جديد في السوق الأولي.

تستمد السوق الثانوية أهميتها من كونها توفر عنصر السيولة للإصدارات الجديدة في السوق الأولية؛ لذلك فإن فاعلية هذه السوق وكفاءتها هي امتداد لكفاءة السوق الأولية وفعاليتها. تتحقق في هذه السوق آلية العرض والطلب على الأوراق المالية، من خلال الإصدارات القائمة وأية إصدارات لاحقة. ويعدّ السوق الثانوي مجالاً لنشاط المتخصصين Specialists في الأسواق النظامية عادة، أو ما يقابلهم في الأسواق الموازية؛ ممن يطلق عليهم صانعي الأسواق Market Makers.

### الجدول رقم (1-2-2). الفرق بين السوقيين الأولي والثانوي

السوق الأولي	السوق الثانوي
طريقة الشراء	مباشرة
الجهة المستفيدة	غير مباشرة
سعر المنتج أو الأداة	المستثمر
الأطراف المعنية	ثابت
تنظيم السوق	الشركة والمستثمر
الوكلاء والوسطاء	المستثمرون
عدد الصفقات	لا يوجد مكان محدد
	يوجد مكان محدد
	متعهدو التغطية
	السماسة
	متعددة
	واحدة

## 2-2-2 السوق النظامي والسوق الموازي

### Organized and Unorganized Market (Parallel)

#### 2-2-2-1 السوق النظامي organized market

تصنف السوق الثانوية تبعا لصيغة تنظيمها؛ فهناك السوق المنظمة organized market، والسوق

الموازية (Parallel) unorganized market، والسوقين الثالث والرابع.

يتم في نطاق السوق الثانوي التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وتم الاكتتاب عليها. ويشمل تداول هذه الأوراق المالية عمليات البيع والشراء بين حاملها وأي مستثمر آخر؛ لذا فالملاحظ في هذه السوق أن متحصلات بيع الأوراق المالية لا تذهب إلى الجهة التي أصدرتها، بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق الذين يحصلون على ناتج عملية البيع؛ فهم يتحملون الخسائر في حال هبوط سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها، كما أنهم يجنون الأرباح في حال ارتفاع سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها، وهذه السوق إما أن تكون منظمة، وتدعى حينئذ: "البورصة"، أو غير منظمة وفي هذه الحال يتم تداول الأوراق المالية خارج البورصة، وذلك من خلال البنوك والصرافة وسماسة الأوراق المالية.

يتم في السوق النظامي تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة، بمواعيد دورية طبقا لقواعد وإجراءات تحدها لجنة السوق. تتميز هذه الأسواق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي حيث تدار من قبل لجنة السوق أو لجنة البورصة. وتتكون هذه اللجنة من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في البورصة، وكذلك ممثلين عن شركات الوساطة، وممثلين عن الحكومة. تجري عمليات التداول في قاعة السوق من قبل الوسطاء المسجلين في السوق وفقا للشروط التي تضعها لجنة سوق المال في البلد المعني. ويجري عادة التداول على الأوراق المالية المدرجة، وتحدد اللجنة شروط الإدراج.

#### الإدراج

يحقق الإدراج في السوق المنتظمة المزايا الآتية:

i. يعدّ الإدراج وسيلة إعلان مجانية عن أسهم الشركة، وتزداد فاعلية هذا الإعلان كلما نشط تداول أسهمها؛

ii. يعطي الإدراج انطباعا إيجابيا عن المركز المالي والائتماني للشركة، مما يسهل حصولها على احتياجاتها المالية بتكلفة أقل.

iii. يتيح الإدراج للمستثمرين الحصول على معلومات تتعلق بالشركة لأغراض تقييم الأسهم.

iv. يزيد الإدراج من ثقة المستثمر بحركة الأسعار لكونها تبتعد عن الغش والخداع من قبل الوسطاء.



الإطار رقم (2-2-2-1). متطلبات الإدراج في سوق الأسهم أولاً- في سوق دمشق النظامية عند تأسيسها في (2006/10/1):  
 (1) مضي ثلاث سنوات في الأقل من تاريخ بدء الإنتاج الفعلي أو الاستثمار وفقاً لطبيعة نشاط الشركة.

(2) ألا يقل رأس مال الشركة عن 300 مليون ليرة سورية أو ما يعادلها بالعملة الأجنبية وأن يكون مدفوعاً بالكامل.

(3) ألا يقل عدد المساهمين في الشركة عن 300 مساهم.

(4) ألا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 100% من رأس مالها المدفوع.

(5) أن تكون الشركة قد حققت ربحاً صافياً في آخر سنتين ماليتين وألا يقل هذا الربح في أي من هاتين السنتين عن 5% من رأس مال الشركة.

(6) ألا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها عن 20% (\*).

(7) أن تكون بياناتها المالية وتقاريرها السنوية عن آخر سنتين معدة وفقاً لمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، وألا تتضمن تقارير مفتشي الحسابات عن هاتين السنتين أي تحفظات تؤثر في المركز المالي للشركة. ونصت المادة (4) من القرار (190) على ما يأتي: يعدّ الشرط الآتي واحداً من شروط الإدراج التي تضاف إلى الشروط الواردة في المادة السابقة من هذا النظام بعد مضي عام على إدراج أسهم الشركة في السوق النظامية:

- ألا يقل عدد أيام تداول أسهم الشركة عن خمسة وعشرين يوماً من عدد أيام التداول الإجمالي خلال العام، وألا يقل معدل دوران سهم الشركة عن خمسة بالمئة خلال العام .

(\* ) يقصد بالأسهم الحرة، وفقاً للقرار رقم (190) الذي يحدد نظام قواعد وشروط الإدراج في سوق دمشق للأوراق المالية، أن تلك الأسهم التي لا تعود ملكيتها إلى أحد الأطراف الآتية: أعضاء مجلس الإدارة (أسهم نصاب العضوية فقط)، والشركات الأم أو التابعة أو الشقيقة، ومؤسسو الشركة (أسهم نصاب التأسيس المحددة بالنظام الأساسي فقط) ، والقطاع العام، والشركة نفسها (أسهم الخزينة) (\*\*).

(\* ) يمكننا تعريف أسهم الخزينة Treasury stock، بأنها: تلك الأسهم التي تقوم الشركة المصدرة بإعادة شرائها من السوق buybacks or share repurchases، ولا يحق لها توزيعات أو حق التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها.

تابع الإطار رقم (2-2-2-1). متطلبات الإدراج في سوق الأسهم

ثانياً- للمقارنة، نعرض لمتطلبات الإدراج في سوق نيويورك NYSE للأوراق المالية، وهي سوق مزادات

:Auction Market



1. ألا تقل إصدارات الأسهم عن 1.1 مليون سهم لما لا يقل عن 400 مساهم.
2. ألا تقل القيمة السوقية لأسهم الجمهور عن 40 مليون دولار، وحد أدنى لسعر السهم \$4.
3. ألا يقل صافي الربح بعد الضريبة في مجموع الأعوام الثلاثة السابقة للإدراج عن 10 مليون دولار، وأن لا يقل عن 2 مليون دولار للسنة الحالية. وفي حال لم تستطع الشركة الوفاء بالمتطلبات، يمكنها التقدم للإدراج بناء على رسمتها السوقية العالمية التي لا تقل عن 500 مليون دولار، وإيرادات لا تقل عن 100 مليون دولار في السنة الأخيرة، وألا يكون لديها تدفقات نقدية سالبة في السنوات الثلاث السابقة. ويمكن للشركة أن تدرج أيضاً، استناداً إلى إيرادات لا تقل عن 75 مليون دولار في آخر سنة مالية.

## 2-2-2-2 السوق الموازية Unorganized Market

تعدّ السوق الموازية سوقاً غير منظمة، أي ليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد. وتمثل بيوت السمسة، والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافياً حدود هذه السوق، ويتم بها تداول الأوراق المالية للشركات التي لم تستكمل شروط إدراجها في البورصة بعد، وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير.

تدار السوق الموازية من قبل مجموعة من التجار، يرتبطون بشبكة اتصالات قوية (هاتفية أو حاسوبية) تمكنهم من تحديد أفضل الأسعار، ويعدّ هؤلاء التجار بمثابة صناع للسوق market maker. ينتظم المتعاملون في السوق الموازية غالباً، بجمعية أو رابطة يطلق عليها، على سبيل المثال، الرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية، كما هو حال نازداك NASDAQ في أمريكا، وهي اختصار لعبارة National Association of Securities Dealers Automated Quotations، وهي سوق متعاملين Dealer's market.



قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم / 22 / وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

السوق الموازية: وهي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل في القاعة بأسهم

شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذه السوق، تعمل على توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة، وذلك إلى حين توافر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية.

المركز: مركز المقاصة والحفظ المركزي للأوراق المالية.

يتميز هذا القطاع من السوق الثانوي بديناميكته ومرونته الزائدة، ويطلق عليه OTC، وهي إختصار لعبارة **Over the Counter**؛ لأن معظم الصفقات التي تعقد؛ تجري بسرعة، وعبر الهاتف من دون الحاجة للقاء مباشر بين البائع والشاري، وبإجراءات بسيطة. ومع أن OTC متخصصة في تداول الأوراق المالية للشركات غير المسجلة في البورصة، إلا أنه توجد استثناءات؛ إذ يتم تداول الأوراق المالية لشركات مسجلة، ويطلق عليه في هذه الحال: مصطلح السوق الثالث Third Market. كما يطلق مصطلح السوق الرابع Fourth Market على الجزء الذي يتم فيه تبادل الأوراق المالية بدون السماسرة، ويكون عادة بين مؤسستين ماليتين.

تمثل السوق الثالثة قطاعاً من السوق الموازية، وتتكون من بيوت السمسة من غير الأعضاء المسجلين في السوق المنتظمة، ولهذه البيوت الحق في المتاجرة بالأسهم المدرجة في السوق المنتظمة، مهما كبر أو صغر حجم الصفقة، والمستثمرون في هذه السوق هم من المؤسسات المالية الكبيرة مثل: صناديق التقاعد،

وصناديق الأموال المؤتمن عليها من قبل البنوك التجارية. تصنع هذه الأسواق كدافع من قبل المؤسسات الاستثمارية الكبيرة لتمتعها بخصم العمولة التي لا يمكن الحصول عليها في السوق المنتظمة، والتي يلتزم عندها السماسرة بحد أدنى من العمولة لكل صفقة. ويرجع السبب الرئيس لانخفاض العمولة في هذه السوق؛ لكون بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في السوق، كما هو الحال في السوق المنتظمة، وهذا يعني انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تقدمها إلى المستثمرين.

تتكون السوق الرابعة من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة: الأفراد والأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في أحجام كبيرة. تصنع هذه الأسواق للحد من العمولات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري إلى السمسار، ومن أهم سمات هذه السوق:

1- السرعة في إتمام الصفقات.

2- الكلفة القليلة.

3- تعدد منافس قويا للأسواق المنتظمة.

4- يمكن التعامل فيها بالأوراق المالية كافة.



### إدراج أسهم شركة في السوق الموازية السورية

نصت المادة (5) من القرار (190) على أنه: يشترط لقبول إدراج أسهم شركة في السوق الموازية توافر الشروط الآتية:

- 1) مضي سنة واحدة في الأقل من تاريخ بدء الإنتاج الفعلي أو الاستثمار وفقاً لطبيعة نشاط الشركة.
  - 2) ألا يقل رأس مال الشركة عن مئة مليون ليرة سورية أو ما يعادلها بالعملة الأجنبية، وأن يكون مدفوعاً بالكامل.
  - 3) ألا يقل عدد المساهمين في الشركة عن مئة مساهم.
  - 4) ألا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 90% من رأس مالها المدفوع.
  - 5) ألا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب عليها عن عشرة بالمئة، وذلك في تاريخ انتهاء سنتها المالية.
  - 6) أن تكون بياناتها وتقاريرها المالية عن آخر سنة معدة وفقاً لمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، وألا تتضمن تقارير مفتشي الحسابات عن آخر سنة أية تحفظات تؤثر على المركز المالي للشركة.
- ونصت المادة (6) من القرار المذكور أنه يتعين على كل شركة يقبل إدراجها في السوق الموازية التقدم للسوق فور إدراجها بخطة مفصلة تقود للانتقال للسوق النظامية خلال ثلاث سنوات في الأكثر.

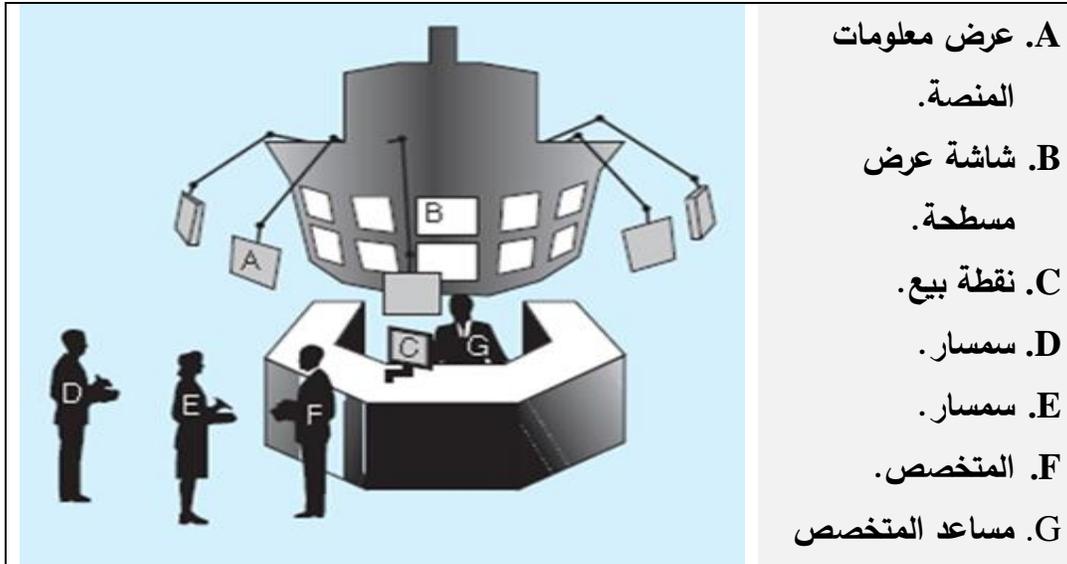
### 2-2-2-3 السوق النظامي والسوق الموازي

(مثال من بورصتي نيويورك NYSE ونازداك NASDAQ)

يوجد اختلاف بين طريقة عمل السوق النظامي والسوق الموازي OTC. وقد ضاقت فجوة الاختلافات بين السوقين، مع التوجه نحو التآليل والرقمنة. وعدت السوق النظامية سوق مزادات، وفيها تجار صالة متخصصين بأسهم محددة، وهم يقومون بمراقبة المتاجرة بمجموعات الأسهم وتسهيلها. ويمثل تجار الصالة مختلف شركات السمسرة التي تجمع أوامر البيع والشراء، يلتقون في المركز التجاري في السوق، ويطلعون على أسعار الشراء والبيع الجارية التي يتم التصريح عنها بصوت عال، أو عبر إدخال الأمر إلكترونياً من خلال نظام المتاجرة Universal Trading Platform (UTP).

ويقوم التجار المتخصصون (الخبراء) في الجزء الأكبر من العمليات بالتقريب بين البائع والشاري، ويمكن أن يتدخلوا في الجزء المتبقي من العمليات لامتلاك الأسهم أو بيعها من المخزون، ويبقى واجبهم الحفاظ على انتظام السوق حتى لو اضطروا للشراء عندما يكون هابطاً. وفي سوق مثل NYSE كانت أغلب الأوامر تنفذ من قبل تجار الصالة، وينفذ الباقي عن طريق نظام Super DOT، وهو نظام توجيه الأوامر الإلكتروني، يرسلها مباشرة للخبراء المتاجرين بالسهم المقصود؛ مما يسمح بتسريع المتاجرة أكثر مما يمكن لتجار الصالة أن يقوموا به. وكان نظام "السوبر دوت" مخصصاً للمتاجرة بحجم دون 100000 سهم، ويعطي الأولوية للعمليات بأقل من 2100 سهم، وقد استبدل في عام 2009 بنظام ثان، ولاحقاً جرى الانتقال إلى نظام المتاجرة UTP في عام 2012.

الرسم التوضيحي رقم (2-2-2-3-1). منصة تداول نمطية



- A. عرض معلومات المنصة.
- B. شاشة عرض مسطحة.
- C. نقطة بيع.
- D. سمسار.
- E. سمسار.
- F. المتخصص.
- G. مساعد المتخصص

إذا، بورصة نيويورك هي سوق مزاد؛ لذلك تحدث الصفقات بين المشتري والبائع عن طريق مطابقة أسعار الشراء bid وأسعار البيع ask على التوالي؛ فإذا كان المستثمر يرغب في شراء الأسهم التي تتداول في البورصة، يجب على سمساره إرسال أمر إلى سمسار الصالة، أو إدخال الأمر في نظام المتاجرة المسمى اختصاراً: UTP. لدى كل شركة مدرجة في بورصة نيويورك متخصص بسهمها يشرف على جميع صفقاتها، وهو ليس موظفاً في بورصة نيويورك، ولكنه يعمل لدى شركة الإدراج. يعمل المتخصص كمزاد للمطابقة بين المشتري والبائع، وكوكيل يقبل الأوامر المحددة limit orders، ويقدم الدعم عندما تكون الأسواق محمومة.

أما نازداك فهي مختلفة قليلاً كونها سوق متعاملين؛ إذ يجري المشتري والبائع التعاملات من خلال متعامل dealer، يطلق عليه صانع سوق market maker، ويجب على سمسرة الأسهم إما الطلب إلى صانع السوق لإجراء الصفقة، أو إدخال الأمر في نظام التنفيذ عبر الشبكة، ويطلب من صانعي السوق أيضاً في النظام نفسه، أن يدخلوا أسعارهم (سواء للشراء أو البيع) التي يجب عليهم احترامها، ويقوم بعدها نظام التداول الإلكتروني بالمطابقة بين المشتري والبائع وينفذ الصفقة.

وبينما يوجد في السوق النظامي خبراء يسهلون المتاجرة؛ فإن سوق الOTC لديها "صانعو سوق". وبدلاً من المتاجرة على طريقة المزادات، فإن المتاجرة هنا تتم إلكترونياً؛ إذ تعلن أسعار الشراء والبيع من قبل "صانعي السوق"، ويوجد في العادة "صانعو سوق" عدة لكل سهم، وكل منهم يدخل سعر شرائه وبيعه، وحالما يتم ذلك يصبح لزاماً عليهم أن يبيعوا أو يشتروا 1000 سهم في الأقل عند ذلك السعر.

## القسم الأول



تنتشر المعلومات عن أسعار الأسهم في الصحف المالية في أقسام متخصصة بحسب السوق، وهنا كما تنتشر في الـوول ستريت جورنال :

YTD %CHG	52 WEEKS		STOCK(SYM)	DIV	YLD %	PE	VOL 100s	LAST	NET CHG
	HI	LO							
-1.6	100.43	81.90	IBM IBM	.72	.8	19	65203	91.20	0.73

أو بالشكل الآتي:

52 WEEKS		STOCK	SYM	DIV	YLD %	PE	VOL 100s	HI	LO	Close	NET CHG
HI	LO										
57.25	32.00	Harley Davidson	HDI	0.16	0.30	29	13.477	46.59	44.38	46.45	+0.86
44.48	25.85	Harsco	HSC	1.00	3.30	16	1.451	30.03	28.73	30.03	+0.90

تسعر الأسهم المتاجر بها في السوق الموازي OTC، أحيانا بالطريقة السابقة نفسها، ولكن في الكثير من الأحيان ينشر سعر البيع وسعر الشراء فقط bid and ask prices. وفي ما يلي عناوين الأعمدة (من اليسار إلى اليمين):

YTD %CHG	التغير النسبي في المردود على مدى عام.
52 WEEKS HI	أعلى سعر في الـ 52 أسبوعاً الماضية.
52 WEEKS LO	أدنى سعر في الـ 52 أسبوعاً الماضية.
STOCK (SYM)	اسم الشركة (السهم) ورمز الشركة (السهم) ticker.
DIV	التوزيعات عن السهم للسنة الماضية.
YLD %	المردود = التوزيعات/ سعر الإغلاق.
PE	نسبة السعر/ الربح، أي سعر السهم مقسوماً على الأرباح السنوية للسهم.
VOL 100s	عدد الأسهم (بالمئات) المتاجر بها ذلك اليوم.
LAST	سعر الإغلاق (آخر سعر) ذلك اليوم.
NET CHG	التغير الصافي في سعر الإغلاق عن اليوم السابق.
HI	أعلى سعر وصل إليه السهم.
Close	سعر الإغلاق ليلة أمس.

## 2-2-2-4 السوق الإلكترونية (شبكة الاتصال الإلكترونية) ECN

هي عبارة عن شبكة إلكترونية تجمع كبار السماسرة والتجار القادرين على إتمام عملياتهم من دون المرور بوسيط. وللسوق الإلكترونية عدد من المزايا كانت وراء نموها السريع، منها المزايا الآتية:

- (i) **الشفافية.** ف نماذج الأوامر متاحة للمراجعة من قبل المتاجرين، وهذا يؤمن معلومات قيمة عن العرض والطلب، ويمكن للمتاجرين معه أن يحددوا استراتيجيتهم. وبالرغم من أن بعض الأسواق تؤمن مثل هذه المعلومات، إلا أنها ليست حديثة دائماً أو كاملة كما هو الأمر مع السوق الإلكترونية.
- (ii) **تخفيض التكلفة.** لأنه لا يوجد وسيط أو عمولات سمسرة، فإنه يمكن تخفيض تكلفة المعاملات، كما أن الفارق يتقلص ويختفي أحياناً.
- (iii) **التنفيذ الأسرع.** فقبل وجود السوق الإلكترونية كان المتاجرون من النوع المؤسسي، هم الوحيدون القادرون على الوصول إلى الأوراق المتاجر بها بعد إغلاق السوق في نهاية يوم العمل، وحيث تتوارد الكثير من المعلومات والتقارير بعد إغلاق السوق، كان يمنع على صغار المستثمرين المتاجرة بناء على هذه المعلومات، وبما أن السوق الإلكترونية لا تغلق؛ فإنه يمكن للمتاجرة أن تستمر على مدار الساعة.

إلى جانب المزايا العديدة للسوق الإلكترونية؛ فهناك العديد من السلبيات أيضاً، وأول هذه السلبيات هي أن السوق لا تعمل جيداً إلا للأسهم التي بحجوم كبيرة؛ بما أنه لا بد لكل بائع من وجود شار، وبالعكس؛ فإن الأسهم التي سوقها ضعيف قد تبقى طويلاً بدون عمليات متاجرة بها.

إذا، تمثل شبكة الاتصالات الإلكترونية ECN نوعاً من الشبكة المحوسبة، التي تسهل تداول المنتجات المالية خارج البورصات التقليدية، أو هي نظام إلكتروني ينشر الأوامر التي يدخلها صناع السوق إلى أطراف ثالثة على نطاق واسع، ويسمح بتنفيذ الأوامر كلياً أو جزئياً، وتتمثل المنتجات الأولية التي يتم تداولها على شبكة الاتصالات الإلكترونية بالأسهم والعملات؛ فهي عموماً شبكات تعتمد على الحواسيب، وتعمل على مطابقة الأوامر المحدودة *limit orders*، ويتم تقاضي رسوم معاملة صغيرة جداً لكل سهم (تكون أجزاء من السنة لكل سهم غالباً).

كانت سوق "انستنت" Instinet أول شبكة وقد انشئت في عام 1969؛ لتصبح في مطلع الألفية الجديدة أضخم سوق إلكتروني، وهي للمستثمرين المؤسسيين في الدرجة الأولى، وتمثلت أكثر الأسواق الإلكترونية نمواً بسوق "الأرخبيل" Archipelago، وكانت تشارك مع سوق نظامي في غرب الولايات المتحدة، هو سوق الباسيفيك، وقد تطورت Archipelago من سوق بدون نشاط فعلياً عام 2001 إلى عمليات متاجرة بما يزيد عن المليار سهم يومياً عام 2004، وتتميز السوق بنظام متاجرة يبحث عن أفضل طريقة لتنفيذ

الطلب. وتتاجر Archipelago المعروفة باسم: ArcaEX بكل الشركات المدرجة في سوق NYSE، و NASDAQ، وسوق الأسهم الأمريكية AMEX.

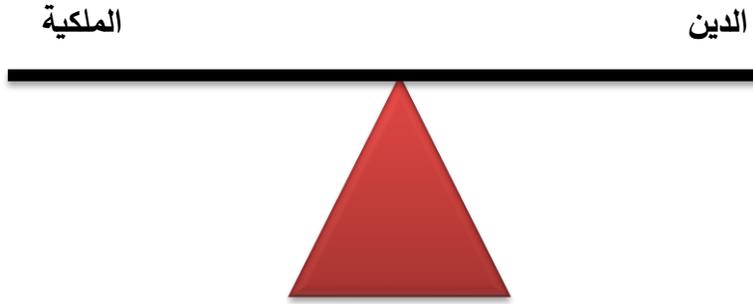
عدت السوق الإلكترونية في مراحل سابقة تهديداً لكل من: السوقيين النظامي وسوق الOTC، وعملت الأسواق الكبرى على محاربة السوق الإلكترونية، وذلك عبر توسيع أنظمة التجارة الآلية الخاصة بها، فقد قامت NYSE، مثلاً بالإعلان عن نظام التنفيذ المباشر للطلبات لديها لزيادة تنافسيتها، وبرغم من أن NYSE لازالت المسيطرة من حيث حجوم الأسهم والأموال، إلا أن شكل المزاد التقليدي لديها لم يستطع الصمود أمام التحديات، إذ جرى عليه العديد من التعديلات.

كان نظام سوبيردوت SuperDot، هو النظام الإلكتروني الذي تستخدمه بورصة نيويورك لتميرير أوامر السوق والأوامر المحدودة من المستثمرين أو وكلائهم إلى الاختصاصي في أرض البورصة. وكان نظام سوبيردوت قد تم ترقيته من نظام إلكتروني سابق استخدم في توجيه الطلبات، وعرف باسم نظام: (دوت) Designated Order Turnaround (DOT)، منذ عام 1976، حيث كانت معظم الطلبات ترسل إلكترونياً إلى شاشات المتخصصين من خلال نظام الدوت، أو عن طريق النظام المطور لاحقاً، وهو "سوبيردوت". وفي عام 2009، استبدل سوبيردوت بنظام جديد لبورصة نيويورك NYSE، وهو نظام Super Display Book system (SDBK) لمعالجة الطلبات، وفي عام 2012 تم استبداله هو الآخر بنظام "المنصات" Universal Trading Platform (UTP) الذي مر ذكره سابقاً. ويقوم المستخدم، سواء كان مستثمراً أو سمساراً، بإدخال الأمر إلى النظام، حيث يجري تمريره فوراً إلى الاختصاصي ليتم تنفيذه، ويتلقى المستخدمون تقريراً لتأكيد الصفقة فوراً بمجرد تنفيذ الأمر.

وكانت ناسداك أيضاً عازمة على كسب حصتها في السوق مرة أخرى من شبكات الاتصالات الإلكترونية ECNs، وقد بدأت العمل منذ العام 2000 على نظام "السوبر مونتاج"؛ الذي يسمح بأن تعرض أسعار شراء وبيع الأسهم ضمن نظام واحد، والسماح للمتاجرين باستكمال الصفقات إلكترونياً. وفي حين أن الأثر الذي سببته ذلك على الشبكات الإلكترونية "غير المرغوب فيها" لا يزال قائماً، إلا أنه من المؤكد أن استخدام شبكة الإنترنت من قبل شركات من مثل: الأرخيبيل Archipelago، كمنصة للمطابقة بين مشتري وبياعي الأوراق المالية قد أدى إلى تغيير دائم في صناعة المتاجرة بالأوراق المالية.

## 2-2-3 أسواق الدين وأسواق الملكية

ترتب الأوراق المالية لحاملها على الشركة المصدرة إما ديناً أو حق ملكية؛ ففي حين تعدّ الأسهم بأنواعها العادية والممتازة أداة للملكية، تعدّ الأوراق المالية الأخرى كالسندات أداة دين. ومع اتجاه الأسواق المالية نحو التخصص تميز جزءاً منها بأدوات الدين، ويطلق عليه: أسواق الدين Debt Markets، وجزء آخر خاص بتداول أدوات الملكية، ويسمى: أسواق الملكية Equity Markets.



ويتفق معظم المحللين الماليين على أن حركة التداول في أسواق الملكية تعدّ مؤشراً مناسباً لتقييم نشاط الأسواق المالية عموماً؛ لأن هذه الأسواق هي التي تشهد الإصدارات الجديدة للشركات، والتي تتخذ غالبيتها شكل الأسهم. ومن خواص أسواق الملكية أيضاً أنها أكثر خطورة للمستثمر من أسواق الدين، لأن العائد على الاستثمار في أسواق الملكية يتوقف على أرباح مستقبلية غير مؤكدة، كما أن أدوات الاستثمار فيها وهي الأسهم التي تصدر بدون ضمان. بينما أدوات الاستثمار في أسواق الدين معظمها من النوع ذي الدخل الثابت، وتصدر في الغالب مضمونة؛ مما يجعل مخاطرة المستثمر فيها منخفضة إلى درجة معينة.

الرسم التوضيحي رقم (2-2-3-1). الفرق بين أسواق الدين وأسواق الملكية



## 2-2-4 أسواق النقد وأسواق رأس المال

يقصد بأسواق النقد money market : الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال **السماسرة** والبنوك التجارية، وكذلك من خلال الجهات الحكومية، وذلك فيما يتعلق بالأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة.

ويمكن التمييز بين أسواق رأس المال Capital markets وأسواق النقد بناء على مدة استحقاق الأدوات المالية المتداولة في هذه الأسواق؛ فسوق رأس المال تتداول فيه أدوات طويلة الأجل مدة استحقاقها أكثر من سنة، أما السوق النقدي: فهو سوق تتداول فيه أدوات قصيرة الأجل مدة استحقاقها لا تزيد عن سنة.

### الجدول رقم (2-2-4-1). الفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال

المعيار الأساس	سوق النقد	سوق رأس المال
الأجل	أدوات قصيرة الأجل مدة استحقاقها لا تزيد عن سنة	أدوات طويلة الأجل مدة استحقاقها أكثر من سنة
المشاركون	المصارف: مركزي وتجارية، مؤسسات وشركات مالية	مستثمرون أفراد ومؤسسيون، أجنبية ومحليون (شركات ومؤسسات مالية..)
الأدوات	سندات وأذونات الخزانة؛ أوراق تجارية؛ شهادات إيداع... وغيرها	أسهم بأنواعها، وسندات، وسندات دين، وغيرها
النفقات	يتطلب مبالغ كبيرة، لأن الأدوات مرتفعة الثمن (سوق جملة)	لا يتطلب مبالغ كبيرة، لأن قيم الوحدات ليست مرتفعة
السيولة	مرتفع السيولة	أقل سيولة من سوق النقد
المخاطرة	الأدوات متدنية المخاطرة	أدواته أكثر مخاطرة
العائد المتوقع	منخفض مقارنة مع سوق رأس المال	مرتفع قياساً إلى طول المدة

i

## نهاية عصر "مقاعد الأعضاء" في بورصة نيويورك NYSE!

يعرض سوق الأسهم الكبير والنشط في الولايات المتحدة، مجموعة واسعة من الميزات. وتوحي القوى الاقتصادية التي تتالت عليه وصاغته على نطاق أوسع، بأن التغيرات إلى الأفضل أو الأسوأ، من المحتمل أن تجد لها تطبيقاً في أمكنة أخرى.

لا يعني ذلك، أن الأسواق الأمريكية دوماً في طليعة التكنولوجيا؛ ففي نهاية القرن الماضي عندما كانت بقية دول العالم قد اعتمدت ومنذ مدة طويلة الأسعار العشرية Decimal، كانت الأسواق الأمريكية لا تزال تتداول على أساس نظام الثمن "Eighths". وإذا كان يجوز تسمية الحقبة الحالية: عصر الأسواق الإلكترونية؛ فقد كانت الولايات المتحدة متأخرة بهذا الصدد، بينما كانت الدول الأخرى، لا سيما فرنسا وكندا، متقدمة في تبنيها الواسع لتكنولوجيا توحيد السوق، ولكن عندما قامت سوق الأسهم الأمريكية أخيراً بالانتقال إلى التداول الإلكتروني؛ فقد فعلت ذلك بطريقة مرنة ومفتوحة. واتخذ المنظم الرئيس، ممثلاً بهيئة الأوراق المالية والبورصة، موقفاً مفاده: أن البورصة لم تكن "احتكاراً طبيعياً"، وأنه يمكن جني الكثير من المنافسة لبناء أسواق أفضل. أدى ذلك إلى تجربة غنية، مع مجموعة متنوعة من آليات وبروتوكولات التداول، وتداول الخوارزميات Algo، والتجارة عالية التردد HFT، وغيرها من الممارسات التي انتشرت في الأسواق الأخرى.

كانت بورصة نيويورك تشرف على الشركات الأعضاء وتنظمها فيما تعدّه المصلحة العامة، إذ قيدت العضوية منذ عام 1953، بـ 1366 مقعداً، ووفقاً لشروط العضوية، توجب أن يعمل غالبية ملاك الشركات الأعضاء، في أعمال السمسرة أو التعامل بالأوراق المالية في المقام الأول؛ كما كان يطلب من أي مساهم لديه حصة 5% في شركة عضو، الحصول على موافقة البورصة؛ ويجب أن يكون جميع المسؤولين والمديرين الرئيسيين الذين ينشطون في الشركة، أعضاء، أو أعضاء متحالفين في البورصة.

يخضع العضو المتحالف لقواعد السوق، لكن ليس له حق الدخول في التعاملات على أرض قاعة التداول. توجب أن يحصل الفرد الراغب في العضوية، على موافقة مجلس المحافظين؛ لشغل "مقعد" من عضو حاضر، أو من تركة شخص متوفٍ. وتقوم البورصة قبل منح الموافقة، بالتحقيق في أمور مثل السجل السابق لمقدم الطلب، والوضع المالي؛ وسيكون عليه اجتياز اختبار يثبت معرفته بمجال الأوراق المالية أيضاً.

i

نهاية عصر "مقاعد الأعضاء" في بورصة نيويورك NYSE!

وفي عودة بالتاريخ إلى الوراء، فقد تم تشكيل مجلس إدارة بورصة نيويورك في عام 1817، أي بعد مرور حوالي 76 عاماً على اتفاقية Buttonwood. وفي عام 1868 عرضت البورصة 1060 مقعداً، يمكن شراؤها وبيعها من قبل حامليها. ارتفع عدد المقاعد إلى 1100، وحدد السعر عند 4000 دولار للمقعد الواحد، أي ما يزيد عن 100000 دولار في حال أخذت بأرقام 2019. تم التداول في البورصة حتى عام 1871 بأسلوب "المناداة" Call Market، وهو نظام تتداول من خلاله أسهم شركة واحدة فقط في وقت واحد في كل البورصة. يجلس الأعضاء في المقاعد المخصصة التي يمتلكونها، ويشاركون في بيع وشراء الأسهم المرغوبة عند دعوتهم للمتاجرة. أصبح تداول الأسهم بعد عام 1871، يتم في وقت واحد، وأصبحت المتاجرة في قاعة التداول هي القاعدة. شهدت بورصة نيويورك نمواً هائلاً في العشرينات من القرن العشرين، وهي مرحلة من التغيير الاجتماعي والاقتصادي والسياسي الواسع في أمريكا، وبلغ سعر مقعد البورصة 625000\$. عند انهيار السوق في 24 تشرين أول (أكتوبر) 1929، انخفض السعر إلى 68000\$، و بعد مدة وجيزة من الكساد الكبير في العام 1942، كلف المقعد 17000\$ فقط. بعد بضعة عقود في سبعينيات القرن المنصرم، سمح لأعضاء بورصة نيويورك بتأجير مقاعدهم للسماسة المؤهلين من غير الأعضاء بدلاً من بيعها.

i

نهاية عصر "مقاعد الأعضاء" في بورصة نيويورك NYSE!

انتهت أيام "امتلاك مقعد" في البورصة في عام 2006، عندما أصبحت بورصة نيويورك منظمة ربحية، وحلت عضويتها الخاصة. استفاد أصحاب المقاعد البالغة 1366 من عملية البيع، إذ حصل كل منهم على 80177 سهماً في الشركة العامة الجديدة، وأنقد مبلغ 300000\$، و 70571 دولاراً كتوزيعات. تعود ملكية بورصة نيويورك، بدءاً من شباط (فبراير) 2019 إلى شركة إنتركونتيننتال Intercontinental Exchange، التي اشترتها بأكثر من 10 مليار دولار في عام 2013. أصبح معظم التداول في بورصة نيويورك بدءاً من بداية عام 2019 رقمياً، كما أن أرضية البورصة، أقل ازدحاماً بكثير مما كانت عليه في السابق رغم أنها لا تزال موطناً لبعض التجار.

## المبحث الثالث

### المشاركون في السوق المالي

### Participants in Financial Markets

#### الأهداف التعليمية:

1. معرفة فئات المشاركين في السوق تبعاً للدافع وراء التداول أو الحافز للمتاجرة.

2. إدراك التمايزات بين المشاركين في السوق تبعاً لعلاقتهم بالمخاطرة وأسلوب المتاجرة.

3. توضيح العلاقة بين المراجعة والمضاربة والتحوط.

#### 2-3-1 فئات المشاركين في السوق

يتمثل دور السوق المالي بوضوح في تسيير عملية انسياب الأموال ممن يملكونها ويرغبون باستثمارها، إلى من هم بحاجة لهذه الأموال ويرغبون بالحصول عليها، أي أن الأموال تنساب من المقرضين أو المستثمرين إلى المقترضين أو المصدرين للأصول المالية، إما بطريقة مباشرة أو غير مباشرة عبر الوسطاء. يؤدي وظائف السوق، ببساطة: المشاركون في هذه السوق، بشكل مباشر أو غير مباشر. ويمكن تصنيف المشاركين في السوق المالي، إضافة إلى السلطات التي تنظم السوق، إلى ثلاث مجموعات كبيرة، تبعاً للدافع وراء التداول أو الحافز للمتاجرة، وهي الآتية:

(1) المقرضون أو المستثمرون.

(2) فئة المصدرين أو المقترضين.

(3) فئة الوسطاء.

ونعرض في ما يأتي لكل مجموعة بشيء من التفصيل.

#### 1. فئة المقرضين أو المستثمرين

عامة المستثمرين (المستثمرون العموميون) الذين يمتلكون الأصول في نهاية المطاف والذين يحفزهم

العائد من حيازة هذه الأصول، ويشمل: المستثمرين العموميين الأفراد، والصناديق الإئتمانية، وصناديق

التقاعد، والمؤسسات الأخرى التي تشكل جزءاً من آلية السوق نفسها.

تعدّ هذه الفئة مصدر الأموال المستثمرة في السوق المالي، وتضم الأفراد والمؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية، فترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي، إما في عمليات إقراض مباشرة، أو في المتاجرة بالأوراق المالية. والجدير ذكره أنه بإمكان المؤسسات المالية كالمصارف التجارية والمتخصصة، وشركات التأمين، وشركات الاستثمار أن تقوم بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالي،

ولكن تبقى مدخرات الأفراد هي المصدر الرئيس للاستثمار؛ لأن الفوائض النقدية المجمعة لدى هذه المؤسسات ليست سوى محصلة لمدخرات الأفراد فيها، وأياً كانت صفة المقرض أو المستثمر في السوق المالي، ومهما اختلفت أداة الاستثمار التي يستخدمها، فإنه يهتم بمجموعة من العوامل أهمها: معدل العائد المتوقع على الاستثمار، عامل الأمان، عامل السيولة، وتاريخ الاستحقاق.

### 2. فئة المصدرين أو المقترضين

المتعاملون أو التجار الذين يتاجرون لحسابهم الخاص، ولكن دافعهم الأساسي هو: تحقيق الربح من التداول بالأصول بدلاً من الاحتفاظ بها. يحصل التجار على عوائدهم عادة، من الفرق بين الأسعار التي يشترون ويبيعون بها الأصول على فترات قصيرة من الزمن.

تشمل هذه الفئة الأفراد والمؤسسات؛ ممن تقل دخولهم النقدية عن احتياجاتهم من الأموال اللازمة إما لأغراض الاستهلاك، أو لأغراض التوسع. ويمكن الحصول على الأموال في السوق المالي إما بطريقة الاقتراض المباشر، أو عن طريق إصدار الأوراق المالية. وإذا كان يشترط في المصدر أن يكون مؤسسة مالية أو هيئة حكومية؛ فإنه يمكن للمقترض أن يكون فرداً، كما يمكن أن يكون مؤسسة. ومتى اتخذ الدين في السوق المالي صورة القرض المباشر؛ فمن الضروري أن تثبت جميع الشروط الأساسية للقرض في العقد المبرم بين المقرض والمقترض، كقيمته الاسمية، وسعر الفائدة، وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض.

وينضوي تحت فئة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية مجموعة مختلفة من المؤسسات والهيئات الأهلية والحكومية، إذ يمكن أن تكون الدولة نفسها أو هيئة من هيئاتها كبلدية أو الخزينة، كما يمكن أن يكون المصدر شركة أهلية؛ ليتخذ الإصدار في هذه الحالة صورة سندات، أو أسهماً عادية أو ممتازة.

### 3. فئة الوسطاء Intermediaries

يقوم الوسطاء في السوق المالي بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى. ويقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصاً بموجب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته. وتضم فئة الوسطاء عادة ثلاث مجموعات هي: السماسرة، وصانعو الأسواق ومتعهدو تغطية الإصدارات المالية.

لا تستثني المجموعات الثلاث بعضها في الواقع العملي؛ فبعض المستثمرين العموميين قد يتصرفون أحياناً نيابة عن آخرين؛ ويمكن للممارسة أن يعملوا كمتعاملين (تجار)، فضلاً عن امتلاك أصول خاصة بهم؛ وكثيراً ما يحتفظ المتعاملون بأصول تتجاوز المخزونات اللازمة لتسهيل أنشطتهم التجارية.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل الخامس: شركات الخدمات والوساطة المالية

المادة -30-

يقصد بشركات الخدمات والوساطة المالية الشركات التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة الآتية:

1. تقديم الاستشارات وتحليل المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية ونشرها.

2. الوساطة في الأوراق المالية.

3. إدارة الإصدارات الأولية.

4. إدارة الاستثمار في الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.

5. أمانة الاستثمار.

6. إدارة حسابات الحفظ الأمين للأوراق المالية.

7. أية خدمات أو أنشطة أخرى يتم اعتمادها من قبل الهيئة.

## 2-3-2 المتحوطون والمضاربون والمراجحون

يمكننا تصنيف المشاركين في السوق المالي أيضاً، إلى متحطين ومضاربين ومراجحين، وذلك تبعاً لعلاقتهم بالمخاطرة وأسلوب المتاجرة. وبتناول كل فئة منهم بتفصيل أكبر في ما يأتي:

### 1. المتحوطون Hedgers

يمكن القول إن "التحوط" يعني ببساطة: تقليل المخاطر، بمنع تأثير عوامل المخاطرة التي تتسبب بها حالة السوق الراهنة. يطلق على المستثمر الذي يهدف إلى تقليل مستوى المخاطرة عادة: المتحوط Hedger، حيث يسعى المتحوط عادة إلى الحد من تعرض مركزه لتقلبات الأسعار، وفي سوق المشتقات، يدخل المتحوط في مركز معاكس للمخاطرة التي يتحملها. يستخدم المتحوطون استراتيجيات مشتقات مختلفة من أجل تقليل مخاطر الأسعار أو إزالتها.

#### مثال رقم (2-3-2-1).

ينوي مستثمر ما شراء 1000 سهم لشركة 'ABC'، ويرغب بضمان مركزه هذا ضد اتجاه السوق، ولاسيما في أوقات التقلب الشديد. وبناء عليه، للقيام بالتحوط، يجب الدخول في وضع قصير للكمية نفسها من أسهم "ABC" في عقد فيوتشرز. من شأن مثل هذا الإجراء أن يقلل من تعرضه لحالات أو أحداث غير مؤاتية تتسبب بالتأثير في كامل السوق.

إذا انخفض سعر الأسهم في السوق الفوري، بفرض أن المتاجر يحتفظ بمركز طويل في هذه الأسهم، يمكنه أن يعوض الخسارة بالربح الذي يحققه من المركز القصير في الأداة المشتقة، وهي العقد المستقبلي في مثالنا.

يقوم كل متحوط بإجراء المعاملات أو الصفقات في سوق عقود الفيوشرز، حيث تكون الأسعار معروفة اليوم، بينما يتوقع ظهور نتائج هذه الصفقات غداً في السوق الفوري، إذ لا تزال الأسعار غير معروفة.

#### مثال رقم (2-3-2-2).

ينتج أحد المربين 25000 كيلو من لحم الغنم، ويود بيعه في 25 من شباط (فبراير). إذا كان السعر الفوري للحم الغنم هو: \$1.50 للكيلو، وسعر العقد المستقبلي في 25 شباط هو \$1.55 للكيلو. إذا كانت هناك مخاوف من أن السعر سيكون أقل حتى 25 شباط؛ فما الإجراء الذي سيتخذه المربي؟ أو ما هو الثمن الذي سيلتزم به؟ يتخذ المربي في هذه الحالة وضعاً أو مركزاً قصيراً بعقد فيوتشر واحد: استحقاق شباط (فبراير)، وسيكون سعر عقود الفيوشرز \$ 1.55 للكيلو. يمكننا هنا أن نعرض لسيناريوهين:

السيناريو الأول: انخفض السعر الفوري للحم الغنم إلى 1.45 \$ للكيلو في 25 شباط، يقوم المربي ببيع لحم الغنم مقابل 1.45 \$ للكيلو  $\times 25000$  كيلو = 36250\$. وبعدها يعيد شراء عقد الفيوتشر محققاً ربحاً قدره:  $(\$ 1.45 - \$ 1.55) \times 25000 = 2500$  \$، والإجمالي هو:  $36250 + 2500 = 38750$  \$.

السيناريو الثاني: ارتفع السعر الفوري للحم الغنم في 25 شباط ، إلى 1.60 \$ للكيلو. يقوم المربي ببيع لحم الغنم مقابل: 1.60 \$ للكيلو  $\times 25000$  كيلو = 40000\$. ثم يعيد شراء عقد الفيوتشر بخسارة تعادل:  $(\$ 1.60 - \$ 1.55) \times 25000 = 1250 - 40000 = 38750$  \$.

## 2. المضاربون Speculators

يستخدم مصطلح المضاربين عموماً، لتصنيف مجموعة واسعة من الداخلين إلى السوق، سواء أكانوا أفراداً أم شركات استثمار أم صناديق. يقوم أولئك المضاربون، بشراء أو بيع الأدوات المالية، وذلك لى أمل الاستفادة من تغيرات الأسعار على هذه الأدوات. تتميز هذه الفئة من المتعاملين في الأسواق التي تتاجر بها، ونوع المعلومات التي تستخدمها للوصول إلى قرارات التداول، وكيفية الوصول إلى هذه القرارات، أي أساليب الاستثمار الخاصة بهم، ويمكننا التمييز بين الفئات التالية من المضاربين:

- 1) **مستخدمي التحليل الأساسي Fundamental Traders**: تحليل حركة السعر وتوقعها باستخدام معلومات متعلقة بالعرض والطلب.
- 2) **مستخدمي التحليل الفني Technical Traders**: تحليل الأسعار السابقة وسلوك المتاجرة؛ بهدف التنبؤ بحركة السعر في المستقبل.
- 3) **التقديريون Discretionary Traders**: لا ينظمون عملية صنع القرار عند قيامهم بالشراء أو البيع، وتعتمد قرارات التداول عندهم على مراجعة عوامل السوق الحالية. وعلى هذا الأساس، تعتمد هذه الفئة من المتداولين بشكل أكبر على الأحاسيس لتشكيل قرارات المتاجرة.
- 4) **المنهجيون Systematic Traders**: يقومون بالشراء والبيع متبعين قرارات منهجية محددة كانوا قد اختبروا دقتها في الماضي، ولا يوجد مكان عندهم للحكم الشخصي على عمليات المتاجرة. يحاول المضاربون عادة توقع تحركات الأسعار، والدخول في مراكز بهدف زيادة الأرباح إلى الحد الأقصى. ويمكننا القول: إن المضاربين هم متحملو مخاطر risk takers، وعلاقتهم بالمخاطرة أعلى بكثير من علاقة المستثمر متجنب المخاطر risk-averse investor. يشارك المضارب في سوق المشتقات ببساطة من أجل الربح. ويحتاج المضاربون إلى القيام بتنبؤات مهمة بخصوص الاتجاهات المستقبلية، وذلك

من أجل التوضع الملائم في السوق، إلا أن مثل هذا السلوك، لا يضمن بأي حال العوائد، أو سلامة الأموال المستثمرة.

يحاول المضاربون اللحاق بركب الاتجاهات السريعة الحركة وامتطائها عادة؛ ليتسنى لهم الاستعداد للاتجاه الذي سيسلكه السوق. ويستخدموا في هذه الحال: التحليل الفني مع التحليل الأساسي، إذ يمكن أن يتراوح الأخير بين التغير في أمزجة المستهلكين والتوقعات، وصولاً إلى تقلبات أسعار الفائدة ومبيعات التجزئة، أو مؤشرات الإنفاق الاستهلاكي ومؤشرات أسعار المستهلك، والمنتج المحلي وإجمالي الناتج المحلي لبلد أو منطقة ما، أو مجرد تقرير عام واحد للخبراء والمديرين التنفيذيين ورؤساء الشركات والمؤسسات المرموقة ذات الشهرة الدولية. يواجه المضاربون إمكانية تحقيق مكاسب كبيرة أو خسائر فادحة على حد سواء، وينتمون إلى مجموعة المستثمرين ذوي الدخل المرتفع غالباً؛ ممن يسعون جاهدين لتنويع محافظهم الاستثمارية. إنهم يسعون دائماً إلى تعظيم الأرباح في غضون مدة قصيرة.

### مثال رقم (2-3-2-3).

في حال توقع أحد المضاربين أن سعر سهم "ABC" سينخفض خلال ثلاثة أيام، في ضوء بعض التطورات المستقبلية في السوق. يضع المضارب نفسه في العادة، في مركز قصير في هذه الأسهم (بييعها) في سوق المشتقات، وقد لا تكون تلك الأسهم بحوزته بالضرورة. إذا انخفض سعر السهم كما هو متوقع، فهو يحقق ربحاً، وذلك اعتماداً على كمية الأسهم التي يحتفظ بها. وفي حال ارتفع سعر السهم بخلاف التوقعات؛ فإن المضارب يتكبد الخسارة.

### مثال رقم (2-3-2-4).

(متاجرة المضارب في سوق الصرف): يفترض أن يسلك هذا المضارب أسلوب متتبع الأخبار، أي يكون من أنصار التحليل الأساسي fundamental analyst، ويраهن على سعر صرف اليورو أمام الدولار الأمريكي. ينتظر المضارب صدور تقرير عن إجمالي الناتج المحلي في منطقة اليورو خلال الربع الثالث من العام، ويعد المؤشر الأوسع عن النشاط الاقتصادي في منطقة اليورو، كما أنه على دراية بتوقعات الخبراء بخصوص الوتيرة التي ينمو فيها الناتج المحلي الإجمالي. ويفترض أن يشير وسطي تقديرات الاقتصاديين إلى أن إجمالي الناتج المحلي لكتلة اليورو سيتوسع بحدود 0.3% خلال الربع الثالث من العام. في حال اعتقد المضارب أن إجمالي الناتج المحلي في منطقة اليورو سيتجاوز توقعات الخبراء، يدخل السوق بفتح مركز طويل في اليورو مقابل الدولار الأمريكي (شراء اليورو وبيع الدولار الأمريكي)، إذ إنه يتوقع الارتفاع في سعر اليورو، لكون رقم إجمالي الناتج أفضل من المتوقع. وسيكون لدينا:

السيناريو الأول - في حال ذكر التقرير الرسمي أن وتيرة النمو الاقتصادي أكبر مما كان متوقعاً، ولتكن 0.5% خلال الربع الثالث من العام، فإن قيمة اليورو أمام الدولار ( $\text{€}/\text{\$}$ ) ستزداد فعلاً، ويحقق المضارب ربحاً، تبعاً لما يحتفظ به من وحدات اليورو، لأنه كان قد دخل في مركز طويل.

السيناريو الثاني - في حال ذكر التقرير الرسمي أن معدل النمو أقل مما كان متوقعاً، وليكن 0.1% خلال الربع الثالث، فإن سعر اليورو أمام الدولار ينخفض، ويحقق المضارب خسارة لأن توقعاته جاءت مخالفة. إن المضاربة مصحوبة بمستوى مرتفع من المخاطرة.

### 3. المراجحون Arbitrageurs

يهدف المراجحون إلى الربح من خلال شراء أصل في أحد الأسواق وبيع أصل مماثل أو مشابه في سوق آخر بسعر أعلى. ومن هنا، فإن المراجحين يوفرون السيولة للمشتريين والبائعين عبر مختلف الأسواق. قد تكون فرص المراجعة الصرفة، أو إمكانية الاستفادة من شراء أصل مطابق في أسواق مختلفة أو بيعه، نادرة جداً في الأسواق الكفوءة Efficient Markets. ذلك أن المشاركين في السوق الكفوءة، يستطيعون الحصول بسهولة، على أفضل الأسعار. عوضاً عن ذلك، يقوم المراجحون غالباً بتكرار، أو ما يطلق عليه أحياناً نسخ عمليات شراء وبيع المخاطر بأشكال مختلفة باستخدام الأوراق المالية والعقود.

يشارك المراجحون عادة في بيئة سريعة للغاية، حيث يتم حرفياً اتخاذ القرارات بغمضة عين. قد يكون سعر السهم أحياناً في السوق الفوري spot market أقل، أو يتجاوز سعره في سوق المشتقات derivatives market. ويتطلع المراجحون عادة إلى الاستفادة من العيوب وعدم الكفاءة في السوق، كما أنهم يؤدون دوراً مهماً في زيادة سيولة السوق.

تتوفر فرصة المراجعة في حال عدم تحمل المستثمر أية تكاليف تتعلق بشراء أو أخذ مركز معين في أدوات مشتقة؛ بحيث يحقق مكاسب موجبة دوماً، من دون تحمل المخاطرة. ويجب أن تتوفر المقومات الثلاثة في وقت واحد، على اعتبار أن فرص المراجعة تظهر عادة لفترة محدودة جداً من الوقت، وتتبرخ بعدها على الفور. يمكن الكشف عن العديد من فرص المراجعة بين الفوري والمستقبلي. إن المراجعة واحدة من أبسط أشكال المتاجرة.

إذا كان سعر فيوتشر الأصل موضوع الصفقة؛ كأن يكون سلعة ما مثلاً، بعلاوة، أي أعلى مقارنة بالسعر الفوري للأصل نفسه، يشار إلى الحالة بالتقارب "الكونتانجو" Contango. يعني ذلك أن المراجح مستعد لدفع المزيد مقابل هذه السلعة في وقت ما في المستقبل، أكثر من السعر الفعلي المتوقع للسلعة. قد يكون ذلك

لرغبة في دفع علاوة من أجل امتلاك السلعة في المستقبل، بدلاً من دفع تكاليف التخزين وتكاليف الاحتفاظ أو الحمل، في حال شراء السلعة اليوم. إذا كان سعر فيوتشر الأصل موضوع الصفقة بخصم، أي أقل مقارنة بالسعر الفوري للأصل نفسه، يشار إلى الحالة بالتراجع "الباكورداشن" Backwardation<sup>1</sup>.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل الخامس: شركات الخدمات والوساطة المالية

**المادة - 31-**

أ - لا يجوز مزاولة أنشطة شركات الخدمات والوساطة المالية إلا بعد الحصول على ترخيص بذلك من الهيئة ، والقيود بالسجل المعد لديها لهذا الغرض ، وذلك وفقاً للقواعد والإجراءات التي يحددها نظام الترخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية.

ب- لا يجوز مزاولة أنشطة الخدمات والوساطة المالية في السوق للشركة المرخصة إلا إذا كانت هذه الشركة عضواً في السوق، ومسددة لبدلات العضوية والاشتراك السنوي، وذلك وفقاً للنظام الداخلي للسوق.

**المادة -32-**

تقدم طلبات تأسيس شركات الخدمات والوساطة المالية إلى الهيئة ، وفقاً لنظام الترخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية.

**المادة - 33-**

تصدر الهيئة قرارها بالبتّ في طلب الترخيص خلال مدة لا تتجاوز التسعين يوماً من تقديم الأوراق المطلوبة إليها.

<sup>1</sup>. مفلح هزاع وكنجو كنجو (2019)-إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، ص-197-200.

### 2-3-3 المراجعة والمضاربة والتحوط

تتطوي المراجعة على شراء الأصل وبيعه في وقت واحد، وذلك من أجل الاستفادة من الفروق الصغيرة في السعر. يشتري المراجح الأسهم في سوق واحد غالباً، كأن يكون سوق مالي في الولايات المتحدة مثل بورصة نيويورك للأوراق المالية NYSE، وبيعهما في الوقت نفسه في سوق مختلف كأن يكون بورصة لندن للأوراق المالية LSE، إذ يتداول السهم بالدولار الأمريكي في الولايات المتحدة، بينما يتداول بالجنه الإسترليني في لندن.

مع تحرك كل سوق على حدة على السهم نفسه؛ فإن عدم كفاءة السوق، وعدم تطابق الأسعار، وكذلك أسعار صرف الدولار مقابل الجنه، كلها عوامل يمكن أن تؤثر على الأسعار مؤقتاً. لا تقتصر المراجعة على أدوات متطابقة Identical، إذ يمكن للمراجحين الاستفادة أيضاً من العلاقات بين الأدوات المالية المشابهة التي يمكن التنبؤ بها، مثل: عقود فيوتشر الذهب، وسعر الذهب موضوع الصفقة. إذ إن المراجعة تتطوي على شراء أصل ما وبيعه بشكل متزامن، فهي تعدّ نوعاً من التحوط، وتتطوي على مخاطر محدودة عند تنفيذها بالشكل الملائم. يدخل المراجحون عادة في مراكز كبيرة، ذلك أنهم يحاولون الاستفادة من الفروق الصغيرة جداً في السعر.

تمثل المضاربة، من جهة أخرى نوعاً من الاستراتيجية المالية التي تتطوي على قدر كبير من المخاطرة. يمكن أن تشمل المضاربة المالية، المتاجرة، أو التداول بأدوات مثل السندات، والسلع، والعملات، والمشتقات. يحاول المضاربون الاستفادة من ارتفاع الأسعار وهبوطها؛ إذ يمكن على سبيل المثال: أن يأخذ المتداول مركزاً طويلاً في عقد مؤشرات مستقبلي، وتوقع تحقيق الربح من خلال ارتفاع الأسعار. في حال ارتفعت قيمة المؤشر، يمكن للمتداول أو المتاجر إغلاق الصفقة وجني الأرباح، وفي حال حصل العكس، وانخفضت قيمة المؤشر؛ فقد يتم إغلاق الصفقة بخسارة. قد يحاول المضارب الاستفادة من السوق الهبوطية أيضاً، عن طريق البيع القصير، أو ببساطة: بيع الأداة، وفي حال انخفضت الأسعار سيكون الوضع مربحاً، وفي حال ارتفعت؛ فقد يتم إغلاق الصفقة بخسارة.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل الخامس: شركات الخدمات والوساطة المالية

المادة -34-

يتعيّن لمنح الترخيص لشركة خدمات ووساطة مالية توافر الشروط الآتية:

- 1- أن يكون طالب الترخيص شركة سورية مساهمة ، أو شركة ذات مسؤولية محدودة سورية، أو أن يكون مصرفاً محلياً يعترف بممارسة بعض الأنشطة أو الخدمات المالية من خلال شركة تابعة له.
- 2- أن يقتصر غرض الشركة على مزاولة نشاط أو أكثر من الأنشطة المشار إليها في المادة (ثلاثين).
- 3- ألا يقل رأس مال الشركة طالبة الترخيص وما يكون مدفوعاً منه عند التأسيس عن الحد الأدنى المحدد في نظام التراخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية، وفقاً لطبيعة نشاط الشركة.
- 4- أن تتوافر في القائمين على إدارة الشركة الخبرة والكفاءة اللازمة لعملها وفقاً لنظام التراخيص لشركات الخدمات والوساطة المالية.
- 5- أداء كفالة مصرفية تحدد قيمتها والقواعد والإجراءات المنظمة لها في نظام التراخيص.
- 6- ألا يكون قد سبق الحكم على أحد مؤسسي الشركة أو مديرها أو أحد أعضاء مجلس الإدارة، بعقوبة في جنائية أو جنحة ماسة بالشرف، أو إحدى الجرائم المنصوص عليها في قانون الشركات أو قانون التجارة أو الحكم بإشهار الإفلاس، ما لم يكن قد ردّ إليه اعتباره.

المبحث الرابع  
الإصدارات والأدوات المالية  
Financial Issues & Instruments

الأهداف التعليمية:

1. معرفة أنواع الإصدارات.

2. توضيح عملية إصدار الأوراق المالية وطرحها.

3. فهم خصائص الأدوات المالية وتصنيفها.

2-4-1 أنواع الإصدارات

تختلف أنواع الإصدارات باختلاف الجهة التي ينظر من خلالها إلى الإصدار، وعليه تقسم الإصدارات على الشكل الآتي:

أ. إصدارات أولية وإصدارات موسمية

يعدّ الإصدار الذي يتم عند تأسيس الشركة لتمويل رأسمالها إصداراً أولياً Initial Issue، بينما تسمى جميع الإصدارات التالية التي تهدف إلى زيادة رأسمال الشركة أو إلى التوسع: إصدارات موسمية Seasonal Issues.

ب. إصدارات دين وإصدارات ملكية

يعدّ الإصدار دينا Debt Issues، إذا رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها حق الدائنية، وينقضي هذا الحق بانقضاء الدين. ويعدّ الإصدار حق ملكية Equity Issues متى رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها حقوق الملاك نفسها في جهة الإصدار؛ لهذا فمن الطبيعي أن تتعكس القيمة الاسمية لإصدار الدين في شكل زيادة في خصوم جهة الإصدار، بينما تتعكس القيمة الاسمية لإصدار حق الملكية في شكل زيادة في رأس المال.

ج. إصدارات مسجلة (اسمية) وإصدارات لحامله

يكون الإصدار اسمياً Registered Issues عندما يسجل اسم المستثمر على الصك. ويكون الإصدار لحامله Bearer Issues إذا كان مغفلاً أو خالياً من اسم المستثمر، وإنما يحمل عبارة (لحامله). وإذا كان الصك المصدر اسمياً؛ فإن أي تصرف قانوني يجري عليه لا بد أن يكون من قبل الشخص المثبت الاسم عليه، أما إذا كان لحامله، فتخضع التصرفات القانونية التي تجري على الصك لآخر من يحمله أي كانت طريقة حيازته له. وبهدف توفير عنصر الحماية والأمان لحقوق المستثمر فإن الإصدارات الاسمية هي

الأكثر شيوعاً إلا في حالات استثنائية. وفي حال كان الهدف تحقيق مرونة كبيرة في تداول الورقة المالية لتوفير عنصر السيولة؛ فإنها تصدر لحامله، كما يحدث في أدونات الخزنة الأمريكية مثلاً.

### IV. إصدارات قصيرة الأجل وإصدارات طويلة الأجل

إذا كان أجل استحقاق الورقة المالية Maturity هو محل الاعتبار، تقسم الإصدارات المالية إلى قصيرة وطويلة الأجل Short-term vs. Long-term Issues. وينطبق هذا التقسيم على أدوات الدين، أما أدوات الملكية (الأسهم بأنواعها) فإن الوفاء بها غير مرهون بأجل، بل تبقى ما بقيت الشركة المصدرة لها قائمة. ومن المتعارف عليه في الأسواق المالية أن تعدّ الأوراق المالية التي يستحق أجلها في حدود السنة إصداراً قصير الأجل، وشهادات الإيداع أفضل مثال عليها مع أدونات الخزنة. أما إذا زاد أجل الورقة المالية المصدرة عن عام واحد فيكون الإصدار عندها طويل الأجل، والسندات الحكومية مثال على ذلك.

### V. إصدارات مضمونة وإصدارات غير مضمونة

يكون الإصدار مضموناً Secured Issues، إذا أرفق بضمان، يأخذ في الغالب صورة أصل حقيقي ثابت كالمعدات، وذلك بقصد تأمين حق المقرض في الحصول على الدين وفوائده. ويترافق شرط الضمان عادة مع إصدارات الدين، ولاسيما إذا كانت من النوع طويل الأجل كالسندات العقارية Mortgage أما السندات العادية Debentures؛ فتصدر بدون ضمان عادة، والميزة الوحيدة الموفرة لحاملها هي حصوله على حق الأولوية في اقتسام تفليسة المدين مقارنة ببقية الدائنين العاديين. والجدير ذكره هنا أن إصدارات حق الملكية كالأسهم لا يمكن أن تصدر مضمونة Unsecured Issues؛ لأن حامل السهم يعدّ مالكا للشركة المصدرة، ومن ثم لا يفضل أن يطلب منه ضمان حقوقه فيها.

### VI. إصدارات قطاع الأعمال (الأهلية) وإصدارات حكومية

يكون الإصدار أهلياً Domestic (business) إذا كانت جهة الإصدار شركة أو مؤسسة أهلية: كشركة مساهمة، أو مصرف تجاري مثلاً. ويكون حكومياً Governmental إذا كانت جهة الإصدار هيئة حكومية كالبلدية أو إدارة البريد مثلاً. بينما تنحصر الإصدارات الحكومية في أدوات الدين مثل: السندات بأنواعها، وأدونات الخزينة؛ فإن الإصدارات الأهلية تشمل أدوات الدين، وأدوات الملكية، أي: السندات والأسهم بأنواعها.

### VII. إصدارات محلية وإصدارات أجنبية

تقسم الإصدارات تبعاً لموطن الإصدار إلى: محلية وأجنبية Domestic Vs foreign issues، إذا كان النطاق الجغرافي للإصدار محلاً للاعتبار. وعليه يكون الإصدار بالنسبة للمستثمر في سورية محلياً، إذا كانت الجهة المصدرة شركة أو هيئة تقيم في سورية، أما لو قامت إحدى الشركات السورية بإدارة إصدار

لإحدى المؤسسات الأجنبية بالسندات المقومة أو المحررة بالليرة السورية، فيقال عن هذا الإصدار بأنه إصداراً دولي أو أجنبي.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل الثامن: إصدار الأوراق المالية وطرحها

المادة - 60 -

- أ- يجب على الشركات المذكورة أدناه الحصول على موافقة المجلس في الحالات الآتية:
- 1- كل شركة مساهمة قيد التأسيس ترغب بإصدار أوراق مالية لطرحها على الاكتتاب.
  - 2- كل شركة مساهمة قائمة ترغب بزيادة رأسمالها عبر إصدار عام.
  - 3- كل شركة مساهمة ترغب بزيادة رأسمالها عبر ضم احتياطات، أو أرباح، أو علاوة إصدار، أو رسملة ديون.
  - 4- كل شركة ناتجة عن تحوّل شكلها القانوني إلى شركة مساهمة لاعتماد أوراقها المالية.
  - 5- كل شركة مساهمة ترغب بإصدار أوراق مالية أخرى، غير الأسهم المنصوص عليها في قانون سوق الأوراق المالية.
- ب- يجب للحصول على الموافقات المذكورة في الفقرة /أ/ من هذه المادة إرفاق الطلب بالوثائق والبيانات والمعلومات المنصوص عليها في " نظام إصدار وطرح الأوراق المالية ".

## 2-4-2-1 الطرح العام الأولي IPO

يعدّ الطرح العام الأولي، أو الإكتتاب العام، طريقة شائعة لتصبح شركة ما عامة Public، وذلك عبر الإعلان عن أسهمها، وبيعها للحصول على التمويل، ويوجد نوعان معروفان من الاكتتابات العامة:

(1) الطرح العام عند سعر ثابت Fixed Price Offering.

(2) الطرح العام عبر بناء سجل الأوامر Book Building Offering.

يمكن أن تلجأ الشركة إلى أي من النوعين بشكل منفصل، أو كليهما مجتمعين، إذ يمكن للمستثمر شراء الأسهم عبر المشاركة في الإكتتاب العام قبل أن تكون متاحة للعامة في سوق الأوراق المالية. تحدد الشركة المصدرة في الحالة الأولى سعراً ثابتاً لأسهمها المطروحة على المستثمرين الذين يعلمون سعر السهم قبل الطرح، إذ يجب على المستثمر دفع سعر السهم كاملاً عند تقديم الطلب، وذلك ليتسنى له المشاركة في الإكتتاب، ولا يعرف الطلب السوقي على السهم إلا عند إغلاق الإصدار.

تحدد الشركة المصدرة في الحالة الثانية نطاقاً سعرياً بنسبة ما، وليكن 20% على الأسهم المعروضة، من ثم يقدم المستثمرون العطاءات، وذلك قبل التسوية النهائية للسعر عند إغلاق الإصدار، إذ يجب على المستثمرين تحديد عدد الأسهم التي يرغبون شرائها، وما هم على استعداد لدفعه. لا يوجد في هذا النوع سعر ثابت للسهم، إذ يتحدد السعر النهائي استناداً إلى العروض المقدمة من المستثمرين.

تزيد الاكتتابات فرص الاستثمار في الأسواق المالية، إلا أنها لا تخلو من المخاطر، من مثل هبوط سعر السهم عن سعر الإكتتاب. ويتأثر طرح أسهم شركات جديدة بعوامل إقتصادية دولية، أو داخلية، أو بتغير أداء الشركة بعد إدراجها بشكل خاص، وليس مؤكداً ارتفاع سعر سهم الشركة بعد الطرح الأولي. إذن: لا تخلو عملية طرح أسهم شركات جديدة في السوق من المخاطرة، حتى في الأسواق العالمية المتقدمة. تكون الشركات الجديدة صغيرة نسبياً وحديثة عهد بالسوق غالباً، وقليلة الخبرة في التعامل مع الجمهور، وتزداد المخاطرة في الأسواق الأقل تنظيمياً. تتأثر قيمة السهم بعد الطرح في حال قامت الشركة بتوزيع أرباح نقدية، أو زيادة رأس المال، ذلك أن قيام الشركة بتوزيع أرباح نقدية يعدّ بمثابة العائد، وزيادة رأسمال الشركة يزيد من عدد الأسهم المستثمر بها. ومن هنا، يجب على هيئة السوق المالي أن تحث المستثمرين على قراءة نشرات الإصدار للشركات قبل إتخاذ قرار الاستثمار في أية شركة تدرج في السوق.

## 2-4-2-2 النشرة التمهيدية للطرح العام الأولي

تتنوع وثائق الاكتتابات وتختلف باختلاف الطرح، سواء أكان سندات دين أم أسهم، وباختلاف نوع الإكتتاب سواء أكان عاماً أم خاصاً. إن الإكتتاب أو الطرح، أساساً هو: ما تطرحه الشركة على المستثمرين،

وبناءً على ذلك؛ فإن وثائق الاكتتابات هي الوثائق الأساسية التي سيقروها المستثمر بهدف اتخاذ قراره في الاستثمار أو عدمه.

تمثل النشرة التمهيدية أهم وثائق الاكتتاب، خاصاً كان أو عاماً، وهي: وثيقة قانونية تشرح ماسيصل عليه المستثمر من استثماره في الشركة. وبناءً عليه، يجب الاهتمام بتفاصيل هذه النشرة من معلومات عن الشركة، بما في ذلك نوع الأسهم، أو السندات المطروحة، وفريق الإدارة، والسوق، والبيانات المالية، وكتيب التسجيل.

أذن: ينبغي أن يسبق الاكتتابات الجديدة في أسهم الشركات، واكتتابات الزيادة في رأس المال، نشرات إصدار Prospectus تحتوي على معلومات أساسية عن مصدر الأوراق المالية، وملخصاً عن إنجازات الماضي وتوقعات المستقبل. ولا تجد الشركات المكونة حديثاً مجالاً لطرح أسهمها للاكتتاب العام في الأسواق المالية المتطورة، وذلك لعدم الاهتمام بهذا النوع من الأسهم. يتحمل المؤسسون غالباً، مسؤولية تكوين الشركة وإنجاحها، وبعد سنوات عدة، يقوم هؤلاء بالاتصال بمصارف الاستثمار؛ لزيادة رأس المال، وطرح أسهم جديدة لتوسعة مشروعهم، عندها فقط تقوم مصارف الاستثمار بشراء الأسهم الجديدة بأسعار يتفق عليها، ومن ثم تقوم هذه المصارف ببيعها للجمهور عن طريق وكلاء. وهذا التسلسل يبعد الجمهور عن المخاطرة في المشروعات الجديدة، كما أنه يعطي المؤسسين نتيجة جهودهم ونجاحهم أسعاراً يقبل بها المستثمرون. قد يكون الاكتتاب في الأسهم، خاصاً (مغلقاً)، أي مقصوراً على المؤسسين وحدهم، وقد يكون عاماً، وذلك عن طريق طرح كل أسهم الشركة على الجمهور للاكتتاب فيها أو بعضها. أما الاكتتاب في السندات فيكون عاماً غالباً، إذ يتم اللجوء إلى الجمهور للاكتتاب في السندات.

يتم في الاكتتاب الخاص تسليم النشرة التمهيدية إلى المستثمر؛ إذ لا توجد شروط يجب على الشركة إستيفاؤها، ولكن يجب عليها اتباع القوانين المتعلقة بالأوراق المالية، إلا أنه يجب أن تلخص النشرة التمهيدية خطط الشركة، وماسيعود على المستثمر لقاء استثماره.

عندما تكمل الشركة الاكتتاب العام الأولي IPO تصبح أسهمها عامة ويمكن تداولها في سوق الأوراق المالية. تعدّ أسواق الأسهم أسواقاً ثانوية، إذ يمكن لأصحاب الأسهم الحاليين التعامل مع المشتريين المحتملين لها. ولعله من المهم التنويه، إلى أن الشركات المدرجة في أسواق الأسهم، لا تشتري أو تباع أسهمها الخاصة على أساس منتظم. إذ يمكن لهذه الشركات أن تقوم بعمليات إعادة شراء لتلك الأسهم buybacks، أو إصدار أسهم جديدة، إلا أن ذلك لا يمثل عمليات يومية وتحصل خارج نطاق عمليات التداول غالباً. وبناءً على ماسبق قوله، عند القيام بشراء حصة سهمية في سوق الأوراق المالية، فأنت لا تشتريها من الشركة

المصدرة، بل تشتريها من حملة أسهم آخرين. وبالمثل: عندما تتبع أسهمك؛ فإنك لا تتبعها إلى الشركة المصدرة لتلك الأسهم، بل لمستثمر آخر.

ينظر إلى الاكتتاب العام لكونه استراتيجية خروج لمؤسسي الشركة والمستثمرين الأوائل فيها: للاستفادة من تحملهم للمخاطرة المبكرة في مشروع جديد؛ إذ كان العديد من الأسهم التي تم بيعها للجمهور؛ خلال حالات كثيرة من الاكتتاب العام، مملوكة لهؤلاء المؤسسين والمستثمرين.

### فكر!

تعد استراتيجية الخروج، خطة رجل الأعمال، لبيع ملكيته في شركة ما، لمستثمرين أو شركة أخرى. حيث توفر مثل هذه الإستراتيجية طريقة لتخفيض حصته أو تصفيتها. ويمكن أن يتحقق ربح كبير، في حال كان العمل ناجحاً، أما في حال لم يكن كذلك؛ فإن استراتيجية الخروج أو "خطة الخروج"، تمكن صاحب المشروع من الحد من الخسائر.

تتضمن الأنواع الشائعة من استراتيجيات الخروج: الاكتتابات العامة الأولية (IPO)، والاستحواذ الاستراتيجي، وعمليات الاستحواذ الإدارية (MBO).

تتوقف استراتيجية الخروج التي يختارها رجل الأعمال على العديد من العوامل مثل: درجة التحكم أو المشاركة إن وجدت، والتي يرغب الاحتفاظ بها في الشركة، وما إذا كان يريد أن تستمر الشركة في العمل بالطريقة نفسها، أو أنه على استعداد لرؤيتها تمضي قدماً في التغيير، طالما يتم دفع سعراً عادلاً لحصته. فالاستحواذ الاستراتيجي، على سبيل المثال، سيخفف من مسؤولية المؤسس ارتباطاً بملكته في الشركة، ولكنه يعني أيضاً التخلي عن السيطرة.

توفر استراتيجيات الخروج لأصحاب الأعمال، مستويات مختلفة من السيولة. إن بيع الملكية من خلال عملية استحواذ استراتيجية، على سبيل المثال، يمكن أن يوفر أكبر قدر من السيولة في أقصر إطار زمني، إلا أن هذا الأمر، يتوقف على كيفية هيكلة عملية الاستحواذ. وتعتمد جاذبية استراتيجية خروج معينة على ظروف السوق أيضاً، فقد لا يكون الاكتتاب العام أفضل استراتيجية خروج خلال فترة الركود، وقد لا تكون عملية الاستحواذ على الإدارة جاذبة للمشتري، عندما تكون أسعار الفائدة مرتفعة. يعتمد أفضل نوع من استراتيجية الخروج على نوع العمل وحجمه. إذا كان لدى الشركة العديد من المؤسسين، أو إذا كان هناك عدد كبير من المساهمين إضافة إلى المؤسسين، يجب مراعاة مصالح مختلف هذه الأطراف، عند اختيار استراتيجية الخروج.

## 3-2-4-2 تحديد السعر الأولي للطرح

تمر عملية تحديد السعر الأولي للطرح بمراحل عدة، تبدأ بتحليل الوضع المالي للشركة، للوصول إلى أفضل نطاق أو مدى سعري للسهم Price Band، من ثم يمكن لمجموعة من الشركات المالية المرخصة من قبل هيئة السوق المالي، المشاركة في بناء سجل أوامر الاكتتاب Book Building Process، من خلال المزايدة على سعر سهم الشركة في حدود المدى السعري المحدد مسبقاً. يمثل الرسم التوضيحي رقم (2-4-1-3) الخطوات الرئيسية لعملية الطرح الأولي للاكتتاب، التي نتناولها ببعض التفصيل.

الرسم التوضيحي رقم (2-4-1-3). خطوات الطرح الأولي للاكتتاب



يمثل النطاق السعري Price Band، طريقة لتحديد القيمة، يشير فيها البائع إلى الحد الأعلى والأدنى للتكلفة، حيث يمكن للمشتريين عندها تقديم العطاءات. توفر أرضية وسقف النطاق السعري هذه إرشادات للمشتريين، ويستخدم هذا النوع من تقنيات تسعير المزادات غالباً، في الطرح العام الأولي IPO. وتقضي اللوائح والقوانين في بعض الدول بأن تلتزم الشركات المزايدة؛ بدفع قيمة الطلب كاملة قبل معرفة عدد الأسهم التي ستخصص لها في نهاية عملية بناء سجل أوامر الاكتتاب. بينما في بلدان أخرى، لا تلزم تلك الشركات بدفع كامل مبلغ الطلب، أو جزء منه في عملية بناء سجل الأوامر. ويمكن تفكيك عملية بناء سجل أوامر الاكتتاب، إلى ثلاثة خطوات:

- (1) أولاً: يقرر بنك الاستثمار، أي المستثمرين سيتم دعوتهم لتقييم الورقة، وأيهم يحتمل أن يشتريها؟
- (2) يقوم المستثمرون بتقييم الورقة، وتزويد بنك الاستثمار بالمؤشرات الأولية عن طلبهم على هذه الورقة.
- (3) أخيراً، يقوم بنك الاستثمار بتسعير الورقة، وتخصيص الأسهم للمستثمرين.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> . Sherman, Ann E. and Titman Sheridan (2002)- Building the IPOorder book: underpricing and participation limits with costly information. Journal of Financial Economics 65, 3-29, p.4.

يمثل العائد في اليوم الأول، نسبة التغير المئوية في سعر السهم عن سعر الاكتتاب، في نهاية يوم التداول الأول. يتلقى المستثمرين عوائد إيجابية في اليوم الأول، في حال باعوا أسهمهم لمستثمرين آخرين بسعر أعلى مما دفعوه للمصدر خلال الاكتتاب العام. تعطي عوائد اليوم الأول الإيجابية، إيجاباً بوجود مستثمرين آخرين في السوق، مستعدين لدفع سعر أعلى مقابل الأسهم الجديدة. وهذا بدوره يشير بقوة، إلى أن الأسهم المصدرة، كانت منخفضة السعر، وأن المصدر قد فشل في تعظيم الحصيلة الإجمالية المستلمة من الطرح العام الأولي IPO. يمكن من ناحية أخرى ملاحظة عوائد سلبية في اليوم الأول، في حال اجتنب الاكتتاب عدداً من المستثمرين، أقل من المتوقع. أخيراً، تقيس عوائد اليوم الأول مباشرة: الإيجابية منها والسلبية، التقلبات في سعر السهم المصدر فور الاكتتاب. من ثم، يمكن من خلال مقارنة اتجاه عوائد اليوم الأول وحجمها، بنتيجة عملية بناء سجل أوامر الاكتتاب ومزادات الاكتتاب، إيجاد الطريقة التي قد تكون أكثر فاعلية في مساعدة المصدر على تحقيق أهدافه.

يمكن التعبير عن عوائد اليوم الأول  $R_{FD}$ ، كنسبة مئوية. كما يمكن حساب عوائد اليوم الأول، من سعر الطرح الأولي  $P_0$ ، وسعر إغلاق السهم المصدر في نهاية يوم التداول الأول  $CP_{FD}$ ، كالاتي:

$$R_{FD} = \frac{CP_{FD} - P_0}{P_0} \times 100$$

يحدد بنك الاستثمار، الذي يدير عملية الطرح العام، كما أصبح واضحاً، النطاق السعري النهائي للأسهم الجديدة. ويعد ذلك بمثابة متغير آخر، يمكن أن يقيس مدى فعالية، عملية بناء سجل أوامر الاكتتاب والمزادات، في تحقيق أهداف المصدر. ويتم تحديد المدى السعري، بعد قيام بنك الاستثمار، بتقييم آفاق عمل المصدر ومركزه المالي، وإجراء عروض ترويجية، مصممة لقياس الطلب المحتمل على الأسهم المصدرة. يوفر المدى أو النطاق السعري للمستثمرين، مؤشراً على ما يمكن أن يكون عليه سعر الطرح للأسهم الجديدة. ويعد النطاق السعري أيضاً، أداة بنك الاستثمار، للتأثير في جودة العطاءات المقدمة من المستثمرين المحتملين في السوق.

يمكن من خلال التدقيق في المدى السعري، أو الفرق بين أعلى وأدنى سعر في النطاق السعري، تقييم درجة عدم اليقين المحيطة بعملية تسعير الطرح العام الأولي. أي، تباين أكبر، يدل على قدر أكبر من عدم اليقين. بناءً عليه: فإن المزيد من عدم اليقين في عملية التسعير، يمكن أن يثني المستثمرين المحتملين عن تقديم تعهدات بإصدار أوامر شراء مؤكدة للأسهم الجديدة، لأنهم يشعرون بالقلق من رفع السعر، من خلال المزايدات. وبثبیط المستثمرين المحتملين، عن إصدار أوامر مؤكدة؛ قد تتضرر قدرة المصدر على زيادة العوائد المتلقاة من الطرح العام. علاوة على ذلك، فإن حالة عدم اليقين المرتفعة في عملية تسعير الاكتتاب؛ تجعل من الصعب على المصدر تحديد سعر الطرح الذي يتناسب مع توقعات المستثمرين المحتملين. قد

يؤدي تحديد سعر مرتفع أو منخفض جداً، عما يتوقعه المستثمرون المحتملون، إلى عمليات بيع وشراء متتالية على الأسهم. يؤدي ذلك إلى تقلب أكبر في سعر السهم المصدر، مباشرة بعد الاكتتاب العام. يرغب المصدر، بدون أدنى شك، في تجنب حصول هذا التقلب الكبير.

إذاً، بالرغم من أن زيادة إجمالي الحصيلة المتلقاة من الاكتتاب العام، تمثل هدفاً قصير الأجل إلى حد كبير، غير أن المصدر قد يرغب في تقليل التقلبات الكبيرة في سعر السهم إلى الحد الأدنى، على مدار أشهر وسنوات عديدة. بناءً عليه، فإن إحدى نقاط الضعف في اختيار المتغيرات المذكورة أعلاه، هي أنها تقيس فقط، مدى نجاح عملية بناء سجل أوامر الاكتتاب والمزادات، في التغلب على المشكلات الناجمة عن ما يطلق عليه: "الاحتكاك المعلوماتي" Informational Frictions، على المدى القصير، أي ما يرتبط بعدم إكمال المعلومات من تكلفة وغيرها.

يمكن الافتراض بأن طريقة التسعير والبيع الخاصة بالاكتتاب العام المستخدمة، قد ساعدت المصدر في تقليل التقلبات في سعر السهم، على مدى فترة زمنية أطول، في حال لم تتباين أسعار الأسهم بشكل كبير عن سعر الطرح المحدد. وقد خلصت الدراسات بخصوص الأداء طويل الأجل، لعمليات بناء سجلات أوامر الاكتتاب والمزادات العلنية، إلى أن العوائد من كلا النوعين من الاكتتابات، كانت أقل من تلك المنشورة على أساس مؤشرات السوق مرجحة القيمة Value-weighted، بعد أشهر عدة من الطرح. إن العوائد طويلة الأجل لعمليات بناء سجلات أوامر الاكتتاب والمزادات العلنية؛ تخفي الاتجاه في سعر السهم المصدر، والتغيرات من سنة إلى أخرى. عدا عن ذلك، يمكن أن تعزى التحركات في أسعار الأسهم على مدى فترة زمنية أطول، إلى أحداث أخرى غير عملية تسعير الطرح العام والبيع، مثل توزيع الأرباح أو الإعلان عن المنتج. بناً عليه، فإن عوائد الأسهم طويلة الأجل، تمثل مقياساً غير موثوق به؛ لتحديد ما إذا كانت طريقة التسعير والبيع المستخدمة، تساعد المصدر في الحفاظ على سعر سهم مستقر لفترة طويلة بعد الطرح العام. يمكن إنشاء آلية للاستقرار السعري، عن طريق التخصيص الإضافي، بهدف تنظيم عمليات الاستقرار السعري لأسهم الشركات حديثة الإدراج في السوق، وذلك بعد الطرح الأولي.

يعدّ تسويق الأوراق المالية حلقة أساسية في آلية نقل الأموال من المدخرين إلى المقترضين أو مستخدمي هذه الأموال. ويمكن أن يقوم بعملية النقل أو التحويل وسطاء، مثل: بنوك الادخار، وشركات التأمين، أو صناديق الاستثمار، كما يمكن أن يكون المستخدم النهائي للأموال شركة أو أيّاً من أجهزة الحكومة المختلفة.

فكر!

حصل الطرح العام الأولي IPO لـ فيسبوك يوم الجمعة 18 أيار 2012، وكان ثالث أكبر اكتتاب في تاريخ السوق الأمريكي، إذ جمع ما يقارب 16.01 مليار دولار، واستناداً إلى المعلومات من بورصة نيويورك NYSE كان سعر الطرح الأولي لسهم Facebook هو \$38، وبناء على هذا السعر فإن القيمة السوقية لأسهم فيسبوك قد قدرت بأكثر من 104 مليار دولار، إلا أن سعر السهم قد هبط لحظة الافتتاح. هبطت



أسعار السهم إلى النصف من قيمتها خلال الأشهر القليلة التالية.

تأسست "واتساب" WhatsApp في عام 2009 من قبل اثنين من مبرمجي الكمبيوتر الموظفين السابقين في ياهو Yahoo! وهو تطبيق مجاني للهواتف الذكية يمكن استخدامه على أجهزة كمبيوتر سطح المكتب، إذ يستخدم الإنترنت لإرسال الرسائل،

أو الصور، أو التسجيلات الصوتية، أو مقاطع الفيديو، وهي خدمة مشابهة تقريباً لخدمات الرسائل النصية. بدأ استخدام هذا التطبيق، وزادت شعبيته بسرعة كبيرة، وأثار انتباه الرئيس التنفيذي والمؤسس المشارك لـ فيسبوك Facebook، ومن ثم تمت دعوة مؤسس واتساب، وقدم له اقتراحاً للانضمام إلى فيسبوك. أعلنت هذه الأخيرة بعد أسبوع، أنها استحوذت على WhatsApp مقابل 19.3 مليار دولار، في شباط من العام 2014. تم دفع 4 مليارات دولار نقداً، و12 مليار دولار على شكل أسهم في فيسبوك، أما الباقي ويعادل تقريباً 3 مليارات دولار فهي وحدات أسهم مقيدة Restricted Stock Units. \* بعد عام 2016 أصبحت واتساب مملوكة من قبل فيسبوك كشركة أم Mother Company؛ إذ باع مؤسس التطبيق المذكور، ما يقدر أن يكون نصف حصته.

\*- إن وحدة الأسهم المقيدة RSU عبارة عن تعويض صادر عن صاحب العمل للموظف في صورة أسهم. يتم إصدار وحدات الأسهم المقيدة للموظف من خلال خطة توزيع Vesting Plan، وجدول توزيع بعد تحقيق أداء محدد، أو عند البقاء مع صاحب العمل لفترة زمنية محددة. يتم فرض الضريبة على وحدات الأسهم المقيدة كما لو أنها دخل عادي من تاريخ استحقاقها الكامل، وذلك باستخدام القيمة السوقية العادلة للأسهم في تاريخ الاستحقاق. يتم الخلط أحياناً مع الأسهم المقيدة، التي تعرف باسم: الأوراق المالية المقيدة، وتمثل أسهم شركة ما، لا يمكن نقلها بالكامل، إلى أن يتم استيفاء شروط محددة. وبنتيجة تلبية تلك الشروط، لا يعود السهم مقيداً، ومن ثم يصبح قابلاً للتحويل.

## 4-2-4-2 الشركة العامة والخاصة

مع تقدم الاقتصاد ونمو الدخل القومي، تدخل مؤسسات جديدة إلى القطاع المالي؛ لتوجيه الحجم المتزايد من المدخرات في قنوات إنتاجية. يخلق ظهور الأعداد المتزايدة من المستثمرين الأفراد والمؤسسين، الحاجة إلى تسريع التعاملات في الأسواق، وتمكين حاملي الأسهم بسرعة وسهولة من تحويل ممتلكاتهم إلى نقدية. تلبى الشركات عادة، احتياجاتها التمويلية في هذه المرحلة من التطور الاقتصادي، من خلال البيع المباشر للأوراق المالية في سوق الإصدارات الجديدة، بدرجة أقل مما تؤمنه من خلال إعادة استثمار أرباحها. هذا الارتكاز على الأرباح لا يعني عدم الحساسية لحكم المستثمرين؛ فإذا كانت آفاق الشركة جيدة ستتم المزايدة من قبل المستثمرين على سعر سهمها في السوق، ويظهرون استعداداً لتجاوز موضوع التوزيعات بسبب إمكانية وجود أرباح رأسمالية طويلة الأجل تحققت من خلال النمو الداخلي. من ثم عندما تكون الشركة قادرة على تمويل توسعها، عن طريق الأرباح المعاد استثمارها، وليس عن طريق إصدار أسهم جديدة، ويمكن أن يصبح قطاع التداول لا الإصدار هو الأكثر أهمية في سوق رأس المال.

يتوفر للمدير المالي في حال احتاجت شركة ما أموالاً إضافية عدداً من البدائل المفتوحة، إذ يمكنه القيام بكل تمويله من خلال البنوك التجارية عن طريق القروض، وترتيبات الائتمان الدوارة (المتجددة) التي تعدّ في جوهرها خطوط ائتمان، وقد يكون البديل الأفضل عبر زيادة رأس المال، من خلال بيع الأوراق المالية.

تستخدم الشركة التي تختار تعويم أوراقها المالية علناً في سوق رأس المال أي: الطرح العام والتحول إلى شركة عامة، عادة، خدمات بنكي استثمار. ويجوز لمصرف الاستثمار شراء الأوراق المالية من المصدر، والسعي لتحقيق ربح من خلال بيعها بسعر أعلى للجمهور، بإفتراض أنه يتحمل مخاطر السوق. نعرض في الجدول رقم (1-4-2-4-2) للفروقات بين الشركة العامة والخاصة.

### الجدول رقم (1-4-2-4-2). الفرق بين الشركة العامة والخاصة

الشركة الخاصة	الشركة العامة
غالبية الأسهم مملوكة للمؤسسين، أو العائلة أو موظفين أساسيين في الشركة	تباع الأسهم لمستثمرين خارجيين عن الشركة
السهم ليس للبيع للجمهور	تتم المتاجرة بالأسهم في السوق المالي
المعلومات المالية عن الشركة خاصة	المعلومات المالية عن الشركة عامة ومتاحة
مرونة ومناورة أكبر مع ضوابط أقل	وجوب التسجيل لدى هيئة الأوراق والأسواق

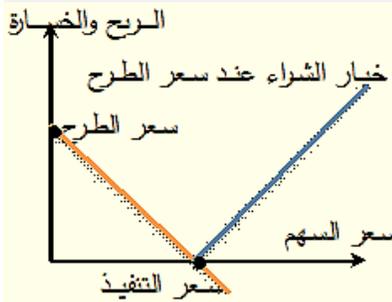
إذا كان الإصدار ضخماً، فقد يقوم بنكيران الاستثمار المنشىء بدعوة بيوتات المال الأخرى للانضمام إليه في شراء الإصدار من الشركة، وفي الوقت نفسه بهدف تسهيل التصريف، قد يشكّل مجموعة بيع تتولى الإصدار من الشركات المشتريّة، لإعادة البيع للجمهور.

يجوز لمصرف الاستثمار بدلاً من شراء الأوراق المالية من المصدر، أن يتصرف كوكيل ويتلقى عمولة على الكمية المباعة. إذا تفاوض المصدر بشأن اختيار بنكير الاستثمار، يعمل المصرف كمستشار مالي ويقدم المشورة بشأن توقيت الإصدار الجديد وشروطه. إذا كان الاختيار عن طريق مناقصة تنافسية فمن المرجح أن تكون العلاقة غير شخصية.

يمكن للمدير المالي في حال اختار القيام بالبدال الأخير، أي زيادة رأس المال من خلال بيع الأوراق المالية، إجراء عملية بيع خاصة مع مستثمر مؤسسي ما؛ مما يسمح له بتجنب الإجراءات المعقدة للعرض العام، والمخاطر المرتبطة بظروف السوق غير المستقرة، ويجدر التنويه هنا إلى الآتي:

- يحظر الإصدار الخاص من هذا النوع، على الجهة المصدرة استخدام الدعاية التي تستند إلى طرح عام ناجح.
- إن مثل هذا الإصدار قد لا يؤمن الموارد الكافية للشركات الكبيرة التي لديها طلب مستمر على رأس المال.
- ينطوي الأمر على متطلبات قانونية مقيّدة إلى حد ما.

يعدّ بند التثبيت أو الاستقرار خياراً يلتزم بموجبه متعهدو التغطية شراء أسهم إضافية، وليكن



15% بسعر الطرح. يعرف هذا الخيار باسم: "خيار التخصيص الزائد" over allotment، أو كما يطلق عليه في السوق الأمريكي: Greenshoe، وذلك لوصف ترتيب خاص يمكن مصرف الاستثمار ممثلاً عن متعهدي التغطية من دعم سعر السهم بعد الطرح من دون التعرض للمخاطرة، من ثم يوفر هذا الخيار استقراراً وسيولة للطرح العام.

## 2-4-3-1 خصائص الأدوات المالية

### Characteristics of Financial Instruments

يوجد تنوع كبير في الأدوات المالية التي يمكن أن نجدها في السوق المالي. ويتوقف استخدام تلك الأدوات من قبل المشاركين في السوق على خصائصها؛ لجهة العائد الذي يمكن أن يتولد من حملها أو الاحتفاظ بها، والمخاطرة التي يمكن أن تنجم عن ذلك الاحتفاظ أو الحمل، ويستند استخدام تلك الأدوات أيضاً، على مدى توفرها في أسواق التجزئة أو الجملة.

#### السيولة المخاطرة والمردود

**السيولة liquidity.** يقصد بالسيولة سهولة تحويل الأصل إلى نقود. ويوجد ثلاثة متطلبات في الأصل المالي لكي يعدّ سائلاً:

(1) يجب أن تكون الأداة سهلة التحويل إلى نقدية.

(2) يجب أن تكون تكلفة التعامل المرتبطة بعملية التحويل منخفضة.

(3) يجب أن يبقى هذا الأمر ثابتاً لفترة من الزمن.

**المخاطرة Risk.** احتمال عدم استعادة القيمة الكاملة للمبلغ الأصلي المستثمر:

- مخاطرة التوقف عن السداد Default Risk، أي إمكانية عدم تلقي مدفوعات الفائدة المتفق عليها، أو عدم استعادة قيمة الصك بسبب عدم ملاءة مصدر الأداة.

- مخاطرة السوق، أي المخاطرة الناجمة عن التقلب في السعر أو القيمة السوقية للأداة المالية.

**المردود yield.** وهو معدل العائد على الأصل معبر عنه كنسبة سنوية، إذ يحسب كعائد سنوي على الأداة، ويقسم على السعر أو مبلغ الصك الأولي (المردود الجاري). المردود لحين الاستحقاق يأخذ بالحسبان أية أرباح أو خسائر رأسمالية قد حصلت عند الاستحقاق.

**العلاقة بين السيولة، والمخاطرة، والمردود:** يقبل المستثمر عادة، مردوداً أقل ليحصل على سيولة أكبر.

يرتبط المردود والمخاطرة بعلاقة موجبة، على اعتبار أن أغلب المستثمرين متجنبين لمخاطر ويفترض تعويضهم بعوائد أعلى كي يقبلوا مستويات أعلى من المخاطرة. المخاطرة والسيولة مرتبطان أيضاً، فكلما كانت الأداة الاستثمارية أكثر سيولة كانت أقل مخاطرة، على اعتبار أنه يمكن تسيلها خلال مدة قصيرة، عند سعر ليس منخفضاً كثيراً دون مستوى سعر الشراء الأصلي.

تعطي الأدوات المالية إمكانية التعرض exposure؛ لنوع محدد من المخاطرة، أو ببساطة: استثمار الأموال. تباع الأدوات المالية وتشتري من قبل كل المؤسسات المالية لأهداف متباينة، وبطرق مختلفة، كأن

يكون الهدف هو الحصول على عائد ثابت، أو المضاربة، أو تأمين تمويل طويل أو قصير الأجل، أو لتحقيق معدل محدد من العائد، أو التمويل الذاتي، أو الشراء والبيع لصالح الزبون. ولعل الأدوات المالية الأكثر شهرة هي: الأسهم، والسندات، والمشتقات، والعملات، والصناديق المشتركة، والإيداعات، وصناديق الاستثمار العقاري، والصناديق المتداولة ETF، وما يمكن أن يسمى "الإشعارات المتداولة" ETN و"السلع المتداولة" ETC.



### قانون هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية رقم / 22 / وتعديلاته

#### المادة - 3 -

يقصد بالأوراق المالية لغايات هذا المرسوم التشريعي:

- أ- أسهم الشركات المساهمة السورية القابلة للتداول.
- ب- أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات المساهمة السورية.
- ج- أدوات الدين العام القابلة للتداول الصادرة عن حكومة الجمهورية العربية السورية.
- د- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار.
- هـ- أي أوراق مالية أخرى سورية أو غير سورية، متعارف عليها على أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها كذلك من قبل المجلس.

#### المادة - 4 -

لا تعدّ الأوراق التجارية كالشيكات والسفاحات أوراقاً مالية، والاعتمادات المستندية والحوالات والأدوات التي تتداولها المصارف حصراً في ما بينها وبوالص التأمين.

ويمكن تصنيف الأدوات المالية ضمن مجموعات على الشكل الآتي:

- أدوات قصيرة الأجل، أي أدوات سوق النقد.
  - أدوات الدخل الثابت، من سندات وأسهم ممتازة.
  - الأوراق المالية ذات الدخل المتغير، أي الأسهم العادية.
  - أدوات المضاربة والتحوط، بمعنى: عقود المشتقات.
  - الأدوات الأخرى، مثل الصناديق المتداولة وغيرها.
- وسنأتي على دراسة الأدوات المذكورة أعلاه في القسم الثاني من هذا الكتاب، وذلك تبعاً للسوق الذي يتم تداول الأداة المعنية فيه.

i

أدوات مالية جديدة!

تمثل الإشعارات المتداولة أداة مالية جديدة نسبياً. تم تطوير وإصدار المذكرات الأولى من قبل مجموعة المنتجات السهمية المركبة في مورغان ستانلي Morgan Stanley، آذار 2002 تحت اسم BOXES، كوسيلة للوصول إلى مؤشر التكنولوجيا الحيوية بتكلفة منخفضة. قام باركليز Barclays في 12 حزيران (يونيو) 2006، بإعادة تسويق المنتج تحت الاسم التجاري، المذكرات المتداولة "iPath". سرعان ما تبع ذلك بير ستيرنز Bear Stearns، وجولدمان ساكس Goldman Sachs، ومؤسسة انتمان الصادرات السويدية. في عام 2008، دخلت السوق جهات إصدار إضافية، بعروضها الخاصة. وتشمل هذه الشركات BNP Paribas و Deutsche Bank و UBS و Lehman Brothers و Credit Suisse. بعد عامين من إطلاق iPath، اعتباراً من نيسان (أبريل) 2008، كان يوجد 56 إشعاراً أو مذكرة متداولة تتبع مؤشرات مختلفة من تسعة مصدرين (بنوك). وترجع شعبية الإشعارات المتداولة أساساً، إلى المزايا التي تقدمها للمستثمرين.

تتمثل الميزة الرئيسية للإشعارات في حقيقة أن: قيمة صكها تتطابق عموماً مع قيمة المؤشر أو المعدن الثمين الذي تتبعه. غير أنها لا تستند إلى هذا المؤشر أو المعدن بأي شكل من الأشكال؛ فهي مجرد وعد بدفع عائد يساوي العائد على الأداة التي تتبعها. إنها مجرد أداة دين. بعض الإشعارات تقدم الرفع leverage. وهذا يعني أن قيمتها يمكن أن تزيد حتى عدة مرات أكثر من قيمة المعدن النفيس أو الأداة التي تتبعها. هناك إشعارات ترتفع قيمتها، حتى إذا انخفض سعر الذهب. قد يكون هذا حل جيد لسوق الذهب الهبوطية.

الإشعارات المتداولة سائلة جداً، يمكن شراؤها أو بيعها في البورصة في أي وقت خلال جلسة التداول. يتم تحديد أسعارها حسب العرض والطلب، بناءً على أوامر الشراء والبيع. ويمكن إعادة بيعها لمصدرها، ولكن ذلك يتضمن تكاليف وعمولات مختلفة غالباً.

تمثل الإشعارات المتداولة ETN، ورقة ضمان دين رئيسة غير آمنة، يتم إصدارها من قبل المصرف "متعهد التغطية". وعلى غرار أوراق الدين الأخرى، فإن الإشعارات المتداولة لها تاريخ استحقاق، ويتم ضمانها بائتمان الجهة المصدرة فقط credit of the issuer. تم تصميم الإشعارات المتداولة لإعطاء المستثمرين إمكانية الوصول إلى عوائد معيارية benchmark، أو مستوى العوائد المعيارية في السوق. ترتبط عوائد الإشعارات المتداولة عادة، بأداء أو استراتيجية معيار السوق، لكن برسوم أقل. عندما يشتري مستثمر الإشعارات المتداولة، يتلقى من متعهد التغطية وعداً بدفع المبلغ الذي يعكسه المؤشر عند الاستحقاق، مطروحاً منه الرسوم. وبناء عليه: فإن للإشعارات المتداولة مخاطر إضافية، مقارنة بالصناديق المتداولة؛ وفي حال أصبح ائتمان المصرف "متعهد التغطية" موضع شك، فقد يفقد المستثمر قيمة الإشعار، بطريقة فقدان مبلغ الدين الأساسي نفسها (كما حصل مع الإشعارات المدعومة من قبل بنك ليمان براذرز).

كما أوضحنا أعلاه، ترتبط الإشعارات المتداولة غالباً، بأداء معيار السوق market benchmark، وهي ليست أسهماً أو أوراق مالية قائمة على الأسهم أو صناديق المؤشرات أو عقود الفيوشر. وبالرغم من أن المذكرات يتم تداولها في البورصة عادة، ويمكن القيام بالبيع القصير، إلا أنها في الواقع لا تقوم على أي أصل من أصول المؤشرات أو المعايير التي صممت للإشعارات لتتبعها.

كما ذكرنا سابقاً، فإن الإشعارات ETNs عبارة عن سندات دين، عند الاحتفاظ بها حتى الاستحقاق الذي يمتد عادة إلى 30 سنة، سوف يتلقى المستثمر دفعة نقدية مرتبطة بأداء المؤشر ذي الصلة، خلال الفترة التي تبدأ من تاريخ المتاجرة وتنتهي عند الاستحقاق، ناقصاً الرسوم. لا توفر الإشعارات الحماية الأساسية عادة. يمكن تسهيل الإشعارات قبل استحقاقها أيضاً، وذلك عن طريق تداولها في البورصة، أو عن طريق رد كمية كبيرة (حزمة) من الأوراق مباشرة إلى المصرف المصدر. ويكون الاسترداد عادة، على أساس أسبوعي، وقد يتم تطبيق رسوم على الاسترداد، مع مراعاة الإجراءات الموضحة في نشرة الإصدار ذات الصلة.

يتم احتساب رسوم المستثمر بشكل تراكمي على أساس الرسوم السنوية، وأداء المؤشر ذي الصلة، وتزداد كل يوم استناداً إلى مستوى المؤشر، أو سعر صرف العملة في ذلك اليوم. ولأن رسوم المستثمر تقلل من قيمة العائد عند الاستحقاق أو عند الاسترداد؛ فإنه إذا انخفضت قيمة المؤشر أو أنها لم تزد بشكل كبير؛ فقد يحصل المستثمر على مبلغ أقل من مبلغ الاستثمار الأساسي عند الاستحقاق أو عند الاسترداد.

بما أن الإشعارات غير مضمونة، وتمثل ديوناً رئيسة، فإن مخاطرها تتمثل في السندات المماثلة من حيث الأولوية في هيكل رأس مال الشركة. وكثيراً ما يتم طرح الإشعارات ذات الأجل المتوسط، وتصنف طرْحاً من الفئة أو الحزمة نفسها، ولها درجة الأولوية نفسها لناحية التسديد وبدون تفصيلات أو مرجعية ما. ولذلك، فإن

ETNs مدعومة بائتمان المصدر متعهد التغطية. مثل سندات الدين الأخرى، لا تملك ETNs حقوق التصويت. على عكس أوراق الدين الأخرى، ولا يتم دفع الفائدة خلال الفترة على أغلب الإصدارات.

تجمع الإصدارات المتداولة، بين ميزات الصناديق المتداولة ETFs والسندات. ولها تاريخ استحقاق مثل السندات، وقيمتها تعتمد على قيمة مؤشر سوق معين أو المعادن الثمينة (على سبيل المثال الذهب) والجدارة الائتمانية لمصدرها. وهي تتميز عن الصناديق المتداولة بحقيقة أنها لا تملك الذهب بشكل مادي؛ فهي تستثمر الأموال الموكلة إليها في العقود الآجلة. إن الإصدارات ETNs عادة، هي أدوات دين فقط- وعد بدفع مبلغ محدد من المال، اعتماداً على أداء مؤشر متصل أو معدن ثمين، في يوم الاستحقاق. بينما تمثل الصناديق المتداولة ETFs حصة في السلعة ذات الصلة، وتمنح هذه الصناديق إمكانية الاستثمار في صندوق يحتفظ بأصول يتم تتبعها مثل: الأسهم والسندات أو الذهب؛ فإن الإصدارات المتداولة ETN، عبارة عن منتجات مركبة structured، يتم إصدارها كإصدارات دين أساسية senior،. إن الإصدارات المتداولة ETNs أشبه بالسندات من حيث أنها غير مضمونة.

### أدوات مالية جديدة!

يتم تداول ما يمكن أن يسمى: "إصدارات السلع المتداولة" ETC في البورصة، كما هو الحال مع الأسهم، إلا أنها تتبع سعر سلعة أو مؤشر سلعة ما. يسمح هذا الأمر للمستثمرين، بالتعرض لأسواق السلع دون شراء عقود الفيوثشر أو السلعة بشكلها المادي. تمنح "السلعة المتداولة" ETC، التجار والمستثمرين التعرض للسلع موضوع المتاجرة، على شكل أسهم. يمكن أن تشير عبارة السلع المتداولة ETC، إلى الصناديق المتداولة، إلا أن الأول عبارة عن اسم لمنتج من نوع خاص من الأوراق المالية. يستخدم المصطلح في أسواق مختلفة، مع الإشارة إلى تباينات في المعنى المقصود، بين إصدارات السلع المتداولة ETCs، الإصدارات المتداولة ETNs، والصناديق المتداولة ETFs. يتم تداول ETC، في البورصة، مثل الأسهم، ولكنها تتبع سعر سلعة أو مؤشر سلعة. يسمح هذا الأمر للمستثمرين، بالتعرض لأسواق السلع دون شراء عقود الفيوثشرز أو السلع بشكلها المادي. تمتلك ETCs، سعر سهم يتحرك صعوداً وهبوطاً، مع تقلب سعر السلعة أو السلع موضوع الورقة.

تستثمر صناديق الاستثمار المتداولة ETF، في سلعة ما، إما شراءً أو بيعاً للسلعة الأساس، موضوع تتبع الصندوق، أو شراء وبيع عقود الفيوشرز على السلعة الأساس. بينما لا يحصل مثل ذلك مع ETC، مباشرة. إن ETC، عبارة عن إشعار، أو أداة دين، يتعهد تغطيتها بنك مصدر. وتمتلك الإشعارات المتداولة ETN، هيكل الإشعار نفسه. من هنا؛ فإن احتمال توقف متعهد التغطية عن السداد قائم، ومن ثم عدم القدرة على الدعم المالي للإشعارات ETN، وهذا ما يجعلها عديمة القيمة، على الرغم من أن السلعة الأساس لا تزال لها قيمة.

يعد ETC، مزيجاً من ETF و ETN، مدعومة بإشعار خطي، غير أن هذا الإشعار مضمون بسلع مادية، اشترت باستخدام السيولة النقدية من التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى ETC، وهذا ما يقلل من خطر توقف متعهد التغطية عن السداد.

كما هو الحال مع الإشعارات المتداولة ETN؛ فإن ما يطلق عليه أخطاء التتبع Tracking Errors، في حالة ETC، قليلة جداً، لأن الإشعار يتعقب مؤشراً، وليس العقود المستقبلية أو السلع المادية المحتفظ بها. تتبع الصناديق المتداولة ماتحتفظ به؛ مما يجعلها عرضة لأخطاء التتبع، إذ لا تنعكس تحركات سعر السلعة بدقة في تحركات أسعار الصندوق ETF، مع مرور الوقت.

يوجد فروقات بسيطة عادة بين أداء الصندوق المتداول، وأداء الإشعار المتداول، وإشعار السلع المتداول، إلا أنه ضمن ظروف محددة، يمكن للأداء أن يتباين بشكل كبير. إن أداء الأداة الاستثمارية وبنيتها ليسا الاعتبار الوحيد عند الاختيار بين الأدوات المذكورة. هناك عوامل أخرى من مثل الحجم، يجب أخذها بالحسبان. بينما يتتبع الصندوق مؤشره بشكل لصيق، إلا أنه إذا كانت حجوم الأداة الاستثمارية قليلة، فقد يكون من الصعب الدخول والخروج من المركز، ولاسيما الكبير منها عند أسعار كفوّة، ويمكن أن يكون لذلك تأثير في العوائد.

إن الفروقات بين الصناديق، والإشعارات، وإشعارات السلع المتداولة مركبة وملينة بالاعتبارات القانونية. ونشرات الإصدار لهذه الأدوات طويلة عادة، وهذا ما يتطلب التدقيق لمعرفة المخاطر، والمقارنة من قبل المستثمر قبل اتخاذ القرار.

إن السلعة المتداولة عبارة عن: إشعار دين، مضمونة من قبل متعهد التغطية؛ الذي يضمنها بشراء السلعة. سيجد المستثمر فروقات قليلة دوماً، بين المنتجات المتداولة، وبقليل من التحقق يمكن أن يتبين المزايا الطفيفة لأحدها على الآخر.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل السادس: صناديق الاستثمار المادة - 42 -

أ - يجوز بقرار من رئيس مجلس الوزراء وبناء على اقتراح الهيئة، إنشاء صناديق تهدف إلى استثمار مدخرات في الأوراق المالية.

ب- يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة مساهمة برأس مال نقدي مدفوع بالكامل، يعين حده الأدنى نظام صناديق الاستثمار الصادر عن الهيئة.

ج- يحدد نظام صناديق الاستثمار ضوابط استثمار أموال الصناديق، والأدوات الاستثمارية المسموح بالاستثمار بها طبقاً للقواعد والشروط التي ينص عليها هذا النظام، وكل ما يتعلق بقواعد عمل هذه الصناديق، ولا سيما:

- الهيكل التنظيمي
- الأنظمة المحاسبية والقواعد التشغيلية.
- الإدارة واتخاذ القرارات في صندوق الاستثمار.
- إجراءات حفظ الأوراق المالية، وتقديم الخدمات للعملاء بكفاية.
- بدل الخدمات والعمولات وأتعاب الإدارة.
- قواعد إبرام الصفقات مع الأطراف ذوي العلاقة وشروطها.
- تقارير الأداء، وحساب قيمة الأصول وأسعار وحدات الاستثمار والإعلان.
- تحديد الشروط والمتطلبات للموافقة على تأسيس صناديق جديدة ومتطلباتها.
- المتطلبات الخاصة بالتقارير المالية والدورية للصناديق.
- متطلبات السيولة وحدود المخاطر.

المادة -43-

أ - يجب أن يحدد النظام الأساسي لصندوق الاستثمار النسبة بين رأس المال المدفوع للشركة المنشئة للصندوق وبين أموال المستثمرين في الصندوق، وذلك بما لا يتجاوز ما يحدده نظام صناديق الاستثمار، ويصدر الصندوق مقابل هذه الأموال أوراقاً مالية في صورة وحدات استثمار يشارك حاملوها في نتائج استثمارات الصندوق. ويتم الاكتتاب في هذه الوثائق عن طريق المصارف المرخص لها بذلك.

ب- يحدد نظام صناديق الاستثمار إجراءات إصدار تلك الوحدات، واسترداد قيمتها، والبيانات التي تتضمنها، وقواعد قيدها، وتداولها في السوق.



### الفصل الثالث

الحسابات، الوسطاء والعمولات، الأوامر

Accounts, Intermediaries, Comissions and Orders

المبحث الأول: الحسابات Accounts

المبحث الثاني: الوسطاء والعمولات Intermediaries and Commissions

المبحث الثالث: الأوامر Orders

## المبحث الأول: الحسابات Accounts

### الأهداف التعليمية:

1. معرفة أنواع حسابات المستثمر.
2. فهم عمليات الحفظ والإيداع للأوراق المالية.
3. إدراك البدائل المختلفة في حفظ الأوراق المتداولة وفهمها.
4. معرفة الحسابات اللازمة لبدء التداول الإلكتروني.

### 3-1-1 فتح حساب المتاجرة

يقوم المستثمر الراغب بالتداول بالأوراق المالية، باستخدام حساب متاجرة لدى شركة سمسة. يوجد نوعان رئيسان من حسابات السمسة، هما الحسابات النقدية Cash، وحسابات الهامش Margin. ويتمثل الفرق بين نوعي الحساب، في المال اللازم للقيام بالمتاجرة. يعد فتح حساب مع شركة سمسة أمراً بسيطاً عادة، يمكن أن يتم بزيارة إلى أحد مكاتب شركة السمسة، أو المكتب المحلي لها، وقد يحصل ذلك اتصالاً أو عبر الشبكة. تقوم الشركة بعدها، بتخصيص مدير حساب والذي يساعد المستثمر في ملء الاستمارات المطلوبة. وبعد توقيع هذه الاستمارات يمكن القيام بجميع العمليات من خلال التليفون أو البريد أو عبر الشبكة. يتم تسجيل العمليات في الحساب بالصورة نفسها التي تتم في البنوك التجارية، حيث يمكن إيداع النقود، وشراء الأوراق المالية باستخدام الأموال المتاحة في الحساب، كما يمكن إضافة متحصلات البيع للحساب.

### 3-1-1-3 الحساب النقدي Cash Account

يشبه الحساب النقدي في شركة سمسة الحسابات الجارية العادية بالبنوك التجارية، وذلك من جهة أن المتحصلات النقدية ومتحصلات بيع الأوراق المالية يجب أن تتساوى مع المسحوبات (النقدية وتكلفة شراء الأوراق المالية).

يجب أن تتم جميع التعاملات في الحساب النقدي، بالمتاح نقداً أو مراكز طويلة Long Positions. من ثم، يتوجب على المستثمر عند شراء الأوراق المالية بحساب نقدي، إيداع النقود لتسوية الصفقة، أو بيع مركز حالي في يوم الصفقة نفسه، بحيث تتوفر المتحصلات النقدية اللازمة للتسوية.

### 2-1-1-3 حساب الهامش Margin Account

يشبه حساب الهامش، الحساب الجاري في البنك التجاري، الذي يسمح بالسحب على المكشوف، إذ أنه، وضمن حدود معينة، إذا احتاج المستثمر إلى نقدية تزيد عن المتاحة في حساب الهامش؛ فإن السمسار يقوم بصورة تلقائية بمنح قرض للمستثمر.

يقوم المستثمر عادة، عند فتح حساب هامش مع شركة سمسرة Brokerage، بتوقيع عقد يطلق عليه اسم: اتفاق عمل. ويمنح هذا الاتفاق شركة السمسرة، حق تقديم الأوراق المالية للبنوك التجارية كرهن أو ضمان للحصول على قروض منها، بشرط أن تكون هذه الأوراق قد اشترت باستخدام حساب هامش. عدا عن ذلك، تتوقع معظم بيوت السمسرة؛ من خلال مثل هذا الاتفاق، أن المستثمر يمكنهم من إقراض أوراقه المالية إلى آخرين يرغبون بالبيع على المكشوف أو البيع القصير. والشيء المهم هنا، أن المستثمر يستطيع في حال استخدامه لحساب الهامش أن يقوم بعمليات ما كان له القيام بها لو استخدم الحساب النقدي، ومن هذه العمليات: الشراء الهامشي margin buy، والبيع القصير short-sell (على المكشوف).

3-1-2 الحفظ ، والإيداع والتجريد

Immobilization and Dematerialization

حفظ الأوراق المالية وإيداعها

Investor Publications

يمكن أن يتوفر للمستثمر الفردي ثلاثة خيارات عندما يتعلق الأمر بالاحتفاظ بالأوراق المالية خاصته، وهي الآتية:

(1) المستند المادي (الشهادة الورقية) Physical Certificate

تسجيل الورقة المالية باسمه في دفاتر الشركة المصدرة، ويتلقى شهادة ورقية فعلية مطبوعة عن السهم أو السند، وهي تمثل ملكيته لهذه الأوراق المالية.

(2) التسجيل تحت "اسم شارع" "Street Name" Registration

تطلب شركة السمسرة عادة من المستثمر أن يسجل الأوراق المالية المشتراة من خلال حساب هامشي على أساس اسم شارع street name، ويعني هذا المصطلح: أن مصدر الأوراق المالية الأساسي لا يعرف سوى شركة السمسرة، من ثم فإن الأوراق المالية مسجلة لديه باسم شركة السمسرة. ويترتب على ذلك في حالة الأسهم العادية أن التوزيعات والتقارير المالية وحقوق التصويت يتم إرسالها إلى شركة السمسرة؛ التي ترسلها بدورها إلى المستثمر؛ فشركة السمسرة هنا، هي صندوق بريد، من ثم فإن المستثمر يعامل كما لو كان يحتفظ بالأسهم بنفسه.

تسجل الورقة باسم شركة السمسرة في دفاتر المصدر، وتحتفظ شركة السمسرة بالورقة للمستثمر، على شكل قيد دفترتي. يعني ذلك ببساطة، أن المستثمر لا يتلقى شهادة، وبدلاً من ذلك، يحتفظ سمساره بسجل في دفتريه، يظهر ملكية المستثمر لهذه الورقة المعنية.

(3) التسجيل "المباشر" "Direct" Registration

تسجل الورقة المالية باسم المستثمر في دفاتر المصدر، وتحتفظ الشركة أو وكيل النقل التابع لها بالورقة نيابة عن العميل، على شكل قيد دفترتي. يمنح نظام التسجيل المباشر للمستثمر، إمكانية نقل ملكية الأوراق المالية المحتفظ بها.

ويجدر التنويه إلى أن ماسبق ذكره أعلاه، يتوقف على نوع الورقة المالية ومكان الشراء، إذ لا تقدم جميع الشركات تسجيلاً مباشراً، كما أن بعضها لم يعد يصدر شهادات ورقية. وبناء عليه، يجب على المستثمر أن يستفسر من سمساره أو الشركة المصدرة، عن الخيارات المتاحة أمامه بخصوص الاحتفاظ بأوراقه المالية. ونبتأول في ما يأتي الخيارات المذكورة أعلاه ببعض التفصيل.

### 1-2-1-3 Physical Certificate (شهادة) المستند المادي

عند شراء الورقة المالية، سواء أكانت من خلال السمسار أو من الشركة المصدرة نفسها، يستطيع المستثمر أن يطلب إرسال شهادات الأسهم أو السندات الفعلية المشتراة إليه. وقد يضطر حينها إلى دفع رسم مقابل النفقات الإضافية المترتبة على إصدار الشهادات الورقية. بعدها، يجب على المستثمر حماية تلك الشهادات، لحين البيع أو نقل الملكية. وقد يكون من الصعب، إثبات ملكية الشهادة في حال فقدها، أو سرقتها، أو تلفها. تفرض في هذه الحالة رسوم من قبل السمسار، أو الشركة المصدرة، أو وكيل النقل التابع لها، لاستبدال شهادة الأسهم المفقودة أو المسروقة.

#### مزايا الاحتفاظ بالشهادات كمستند مادي وعيوبه

تتمثل مزايا الحصول على الشهادة أو المستند المادي في ما يأتي:

- 1) تستطيع الشركة المصدرة الوصول إلى المالك، وإرسال التقارير والمعلومات إليه مباشرة.
- 2) من الأسهل للمستثمر في حال الرغبة في الحصول على قرض، التعهد بتقديم أوراقه المالية كضمان، عند احتفاظه بشهادات تلك الأوراق بشكلها الملموس.

وتشمل عيوب هذا البديل الآتي:

- (i) عند رغبة المستثمر بيع الأسهم الخاصة به؛ يجب عليه إرسال الشهادة أو الشهادات إلى سمساره أو وكيل النقل؛ لتنفيذ عملية البيع؛ مما يصعب إتمام العملية بالسرعة المطلوبة.
- (ii) في حال فقدان الشهادة؛ قد يتم فرض رسوم على الاستبدال.
- (iii) عند الانتقال إلى مكان جديد، أو تغيير مكان الإقامة؛ يتعين إعلام الشركة بتغيير العنوان حتى لا يفوت المستثمر على نفسه أية رسائل مهمة يمكن أن تصله بخصوص بيان حسابه، والتوزيعات، والفوائد، والتقارير المالية، ومعلومات ضريبية، وحقوق التصويت... وغيرها، عدا عن رسائل سمساره من مثل: التقارير السنوية وتوابعها.

### 3-1-2-2 التسجيل تحت اسم "شارع" "Street Name" Registration

تشير عبارة التسجيل تحت "اسم شارع" العامة إلى حالة الاحتفاظ بالأوراق المالية، والأصول الخاصة بالعميل باسم شركة السمسرة بدلاً من اسم المستثمر، وهو المالك الشرعي لهذه الأوراق. يتم الاحتفاظ في الوقت الراهن بمعظم الأسهم تحت عنوان "اسم شارع" "street name"، بدلاً من اسم مستثمر محدد. عندما يفتح المستثمر حساباً استثمارياً، تسجل الأسهم التي يشتريها في دفاتر الشركة المصدرة لهذه الأسهم على أنها تخص شركة السمسرة، وتدرج شركة السمسرة المستثمر في سجلاتها؛ لكونه المالك الفعلي. يحتفظ السمسار بالأسهم مسجلة بقيود دفترية وفقاً لمتطلبات لجنة الأوراق المالية والبورصات المعنية. لا يكون اسم المستثمر موجوداً في شهادة الأسهم أو السندات، عند شراء أوراق مالية أو بيعها عبر سمسار.

إن الاسم الذي يظهر على الشهادة هو اسم السمسار، أو مسمى آخر. يشار إلى هذه الحالة، باسم: الحجز أو الاحتفاظ تحت "اسم شارع".

يحتفظ السمسرة عادة بالأوراق المالية باسم الشارع؛ بسبب التعقيدات المرتبطة بتتبع شهادة كل سهم لكل مستثمر. يحمل جميع السمسرة تقريباً الأوراق المالية إلكترونياً؛ لذلك لا يحتفظ السمسار عادة بالشهادات المادية على الإطلاق.

تمثل الأوراق المالية المحتفظ بها باسم السمسار إجمالي مخزونه، وإذا رغبت العميل في شراء الأسهم أو بيعها؛ فإن السمسار عندها يستطيع تخصيص جزء من المخزون بحسب المطلوب.

يحل هذا الإجراء محل الحاجة إلى شهادة مادية من خلال السماح للسمسار بالاحتفاظ بسجل إلكتروني لعملية الشراء في دفاتره؛ مما يسمح بالقيام بمتاجرة أسرع، وفي الوقت نفسه يحتفظ المستثمرون بجميع الحقوق والمزايا كحملة أسهم، من دون تحمل عبء الحفاظ على الشهادة المادية في مأمن خوفاً من الضياع، أو السرقة، أو التلف.

**مثال.** إذا قام المستثمر أو العميل بالنسبة لشركة السمسرة، بشراء 1000 سهم من أسهم أمازون AMZ، من سمسار يعمل على سبيل المثال، لدى مورغان ستانلي Morgan Stanley. سيتم عندها الاحتفاظ بهذه الأسهم تحت "اسم شارع" مع مورغان ستانلي، بدلاً من نقل شهادات الأسهم إلى اسم العميل.

تم تصميم نظام "اسم الشارع"، بحيث يصمد حتى في حال انهيار شركة السمسرة. عندما تواجه إحدى الشركات التصفية، تعمل الجهات التنظيمية، على ضمان نقل أوراق العملاء المالية، إلى شركة أخرى. إن الاحتفاظ بالاستثمارات تحت أسماء الشوارع، يمكن أن يسهل العملية فعلياً، على اعتبار أن جميع الوثائق

ستكون في حساب مركزي واحد. ويوجد ميزة أخرى للاحتفاظ بالاستثمارات تحت اسم شارع؛ تتمثل في قدرة المستثمرين على استخدام أسهمهم كضمان للاقتراض في حسابات الهامش. إن التسجيل تحت اسم شارع، غير مكلف وهو ملائم للمستثمرين، إذ لا يتطلب شيك ائتمان أو اتفاقية تسديد محددة زمنياً. إذا لم تكن الشهادة باسم شارع، لن يكون السمسار مرتاحاً في إقراض المستثمر، كما أنه لن يكون بين يديه أية ضمانات.

**مثال.** لنفرض بأن المستثمر يحمل شهادات الأسهم الخاصة به في صندوق ودائع آمن. عندما يريد البيع، يجب عليه التوجه إلى المصرف المودعة فيه تلك الشهادات، وإخراجها ونقلها فعلياً إلى سمسار. ويتوجب عليه أيضاً، توقيع تلك الشهادات، ثم يتعين على السمسار نقل تلك الشهادة إلى شركة الودائع. قد لا تستغرق هذه العملية أكثر من أيام عدة، غير أن خطر فقد الشهادات قائم دوماً.

يؤدي فقدان الشهادة المادية إلى تكلفة للمستثمر، ولاستبدال الشهادات المفقودة، يجب على المستثمر شراء ما يطلق عليه في بعض الأسواق: "سند تعويض"، وذلك لحماية جهة إصدار الأسهم ووكيل النقل، من الشركات التي تتعقب ملكية الأسهم والسندات، ضد أية مطالبات متعلقة بالشهادة أو الشهادات الأصلية المفقودة. وتتوقف تكلفة تلك السندات على سعر تداول السهم، وعدد الأسهم التي يملكها العميل. وفي حال فقدت الشهادة، خلال فترة تقلب السوق، فإن المستثمر يخاطر بتحريك السعر ضده.

### إيجابيات الاحتفاظ بالأوراق المالية تحت اسم شارع وسلبياته

لا يوجد ما يمنع المستثمر عادة من طلب تسجيل أوراقه المالية له مباشرة، إلا أنه يتم الاحتفاظ بالأوراق المالية باسم شارع لأسباب عديدة مختلفة. ولعله من المنطقي الاحتفاظ بتلك الأوراق تحت اسم شركة السمسرة التي افتتح حساباً لديها، أخذاً بالاعتبارات الآتية:

(1) **السهولة (تجنب التأخير المرتبط بنقل الملكية وتسوية التعاملات):** من الأسهل للسمسار حمل الأوراق المالية باسمه، حيث يمكن نقلها بسهولة ويسر بين مختلف الأطراف. يمكن تخيل حجم العمل، لو كان السمسار يحتفظ بالأسهم باسم المستثمر. يتعين عندها على السمسار، في كل مرة يحتاج فيها المستثمر إلى بيع الأسهم؛ تحديد الأسهم التي يملكها المستثمر بالضبط، وتسليمها إلى الطرف المشتري. سيتعين بعدها إرسال الأسهم مرة أخرى إلى الشركة؛ لتغيير الاسم الموجود في الشهادات إلى الاسم الجديد. سيستغرق ذلك الكثير من الوقت والجهد، ناهيك عن حقيقة أن المستثمر لن يتلقى أية مدفوعات لحين استلام الأسهم فعلياً من قبل الطرف المشتري. إذن يستطيع السمسار عبر الاحتفاظ بالأوراق المالية باسم شارع تجنب التأخير المرتبط بنقل الملكية، وتسوية التعاملات بسرعة.

- (2) **الأمان أو السلامة:** لو كان السماسرة يحتفظون بشهادات الأسهم المادية أو الورقية، فإن خطر التلف والفقْد والسرقة سيزداد. وتستطيع شركات السمسرة، من خلال الاحتفاظ بالأوراق المالية إلكترونياً باسم شارع، أن تقلل فعلياً من احتمال حدوث ماسبق ذكره من مخاطر.
- (3) **مسألة الدفع والتسوية:** تتسحب السلامة أيضاً على مسألة الدفع والتسوية، حيث يضمن السمسار عبر الاحتفاظ بالأوراق المالية باسم شارع، التسليم الفوري لتلك الأوراق المالية عند قيام التعامل. يؤدي هذا الإجراء، إلى إزالة عدم اليقين الذي يمكن أن يحصل، لو كان العميل أو الزبون، مسؤولاً عن تقديم الأوراق في كل مرة يحصل فيها تعامل.
- (4) **سهولة فتح حساب هامش Margin Account:** مع تسجيل الأوراق المالية باسم السمسار أو شركة السمسرة، يمكن للمستثمر استخدام الشهادة أو الشهادات، كضمان مقابل قرض الهامش.
- (5) **إطلاع المستثمر على آخر التطورات.** يتمكن السمسار من إعلام المستثمر بالمعلومات المتعلقة بالشركة المصدرة، بما في ذلك أية عروض مناقصة أو استدعاء للسندات.
- (6) **إمكانية إرسال أوامر محددة إلى السمسار:** يمكن للمستثمر أيضاً أن يطلع سمساره من خلال الأوامر المحددة أو المحدودة Limit Orders، على السعر الذي يرغب بالبيع عنده. السمسار أو الوكيل فقط هما القادران على تنفيذ الأمر المحدد، أو أمر السوق، أو أمر التوقف.

#### سلبيات الاحتفاظ بالأوراق المالية تحت اسم شارع

- أ. يمكن أن يحصل تأخير في إرسال الأرباح ومدفوعات الفائدة من شركة السمسرة، حيث أن بعض الشركات لا تقوم بتمرير هذه المدفوعات للمستثمرين إلا على أساس أسبوعي، أو نصف أسبوعي، أو شهري.
- ب. على اعتبار أن اسم المستثمر غير مسجل؛ فلن يتم إطلاعه على التفاصيل المهمة من الشركة المصدرة، من مثل: التقارير، أو الاتصالات مع الشركات الأخرى. ويستتبع ذلك الاعتماد على السمسار أو المستشار الخاص بخصوص أية معلومات من هذا القبيل.
- ج. يمنح الاحتفاظ بشهادة مادية المستثمر، القدرة على استخدامها كضمان، للحصول على قرض أو أي نوع آخر من الائتمان، غير حساب الهامش. وفي حال لم يتم التسجيل باسم المستثمر؛ فلن يتمكن من استخدام الورقة المالية كضمان.
- نظراً لأن الآلاف من الأوراق المالية تتبدل عليها الأيادي يومياً، فإن الوفورات من التسجيل باسم شارع، تخفض بشكل كبير من تكاليف التعاملات. هذه الوفورات في التكاليف يمكن أن تدفع بقوة عوائد الاستثمار.

وعلى الرغم من أن الاحتفاظ بالأوراق المالية باسم شارع هو القاعدة، إلا أنه لا يزال بعض المستثمرين يفضلون النقل المادي للأوراق المالية، وأن تكون الشهادات مودعة باسمهم. وعلى اعتبار أن نقل الملكية بهذه الطريقة أكثر تكلفة؛ فإن السماسرة يفرضون سعراً أعلى، أو يتوقعون تعويضاً عن ذلك.

**i** قبل التطور التكنولوجي الحاصل بعقود، وقبل التسجيل تحت أسماء الشوارع، كانت الصناعة المالية تبتعد عن الشهادات المادية؛ فعلى سبيل المثال لا الحصر، اعتمد على الرسل، لنقل شهادات الأسهم المادية من الحي المالي "وول ستريت" Wall Street وإليه، في نيويورك- مانهاتن. في أواخر الستينيات من القرن الماضي، امتلأت المكاتب الخلفية في شركات السمسرة بحجم هائل من شهادات الأسهم وغيرها من الأعمال الورقية؛ مما عطل قدرة هذه الشركات على إتمام عمليات التداول في الوقت المناسب، وأخرجت الكثيرين من السوق. كما سمحت الفوضى التي أطلق عليها آنذاك "أزمة الأعمال الورقية" Paperwork Crisis، بازدهار اللصوصية، حيث تمت سرقة ما يقارب 400 مليون دولار من الأوراق المالية بين عامي 1969 و 1970. كانت الأزمة شديدة إلى درجة أن الأسواق أغلقت التعاملات كل يوم أربعاء. وتم تقصير ساعات المتاجرة في باقي أيام الأسبوع، كما تم زيادة مدة التسوية من يوم إلى (T+5)، أي يوم المتاجرة زائد خمسة أيام.<sup>1</sup> لقد دفعت هذه الخسائر، القائمين على الصناعة المالية، إلى اللجوء إلى حلول تكنولوجية؛ لتسهيل التداول بشكل أكثر أماناً، بما في ذلك أسماء الشوارع. لقد أثمرت جهودهم في عام 1973 بإنشاء ما يطلق عليه اختصاراً DTCC's، كمركز إيداع وحفظ مركزي للشهادات أو الأوراق المالية.

<sup>1</sup> . Strengthening the U.S. Financial Markets(July 2012 ). Op.Cit., .p.3.

### 3-2-1-3 التسجيل المباشر (DRS) "Direct" Registration

يتمثل بديل التسجيل تحت اسم شارع، بالتسجيل المباشر Direct Registration، الذي يعتمد أيضاً على مسك الدفاتر الإلكترونية. يتم تسجيل الأسهم وفق التسجيل المباشر، باسم المستثمر، غير أن الشركة التي أصدرت الأسهم، أو وكيلها في عملية النقل هذه، هي التي تحتفظ بالأوراق المالية وفق طريقة القيد الدفترية، بدلاً من السمسار.

يقول الخبراء إن كلاً من طريقة التسجيل تحت اسم شارع والتسجيل المباشر، أفضل من التعلق بالشهادات الورقية. إن التمسك بشهادة الأسهم المادية والتداول فيها أمر مرهق! بناءً عليه، إذا عرضت شركة ما إمكانية التسجيل المباشر لأوراقها المالية، يمكن عندها اختيار التسجيل مباشرة في دفاتر الشركة، بغض النظر عما إذا كانت الأوراق المالية قد اشترت من خلال السمسار، أو مباشرة من الشركة، أو وكيل النقل الخاص بها. يتيح التسجيل المباشر للمستثمر، تسجيل أوراقه باسمه في دفاتر المصدر، دونما حاجة إلى شهادة فعلية لتكون بمثابة دليل على الملكية. و عوضاً عن تلقي شهادة يتلقى العميل بيان ملكية، وكشوف حسابات دورية، وتوزيعات أرباح، وتقارير سنوية وتوابعها، عدا عن إرساليات أخرى مباشرة من المصدر.

#### إيجابيات التسجيل المباشر وسلبياته

1. حيث أن المستثمر مسجل في دفاتر الشركة بصفته مساهماً، يتلقى تقارير سنوية وغيرها، من أرباح وتوابعها وغير ذلك من الاتصالات مباشرة من الشركة.
  2. في حال الرغبة بالبيع للأوراق عبر سمساره، يمكنه توجيه السمسار لنقل الأوراق المالية خاصته إلكترونياً ومباشرة من دفاتر الشركة، وبيع تلك الأوراق. يجب أن يكون السمسار قادراً على القيام بذلك، بسرعة ودونما حاجة لملء النماذج المعقدة والمستهلكة للوقت<sup>1</sup>.
  3. لا يوجد مبرر للقلق بخصوص الحفظ الآمن للورقة، أو فقدان الشهادات أو سرقتها.
- أما السلبيات فتشمل:

○ في حال اختيار المستثمر، شراء أوراق مالية مسجلة مباشرة أو بيعها، وضمن خطة الاستثمار المباشر للشركة، لا يمكن من القيام بالشراء أو البيع عند سعر سوق محدد أو وقت محدد عادة. عوضاً عن ذلك تشتري الشركة الأسهم أو تبيعها ضمن الخطة في أوقات محددة، وذلك على أساس يومي أو أسبوعي أو شهري مثلاً، وعلى أساس متوسط سعر السوق.

<sup>1</sup> . Computershare(2013). 21st Century Stock Ownership: Eliminating Paper Certificates and Expanding Direct Registration. WHITE PAPER, US, p.6.

إذاً: بالرغم من أن القرار يتعلق بكيفية الاحتفاظ بالأوراق المالية فقط، إلا أنه يجب على المستثمر مراجعة كل شكل من أشكال التسجيل السابق ذكرها بعناية، والقيام باستشارة سمساره أو مستشاره المالي لتحديد البديل الأفضل.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل الرابع: مركز المقاصة والحفظ المركزي للأوراق المالية

المادة - 17-

ينشأ في السوق مركز يسمى مركز المقاصة والحفظ المركزي للأوراق المالية، يتبع سوق دمشق للأوراق المالية، ويقوم بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق وتسجيلها ونقل ملكيتها ومقاصتها وتسويتها، وذلك لقاء بدلات يحددها نظام البدلات الذي سيصدر بهذا الشأن.

المادة -18-

يحدد نظام إجراءات المقاصة والتسوية والحفظ المركزي الإجراءات السليمة والفعالة التي تضمن صحة عمليات تسجيل وتسوية ومقاصة الأوراق المالية المتداولة في السوق بصورة نظامية، ويمكن للمركز أن يحتفظ بحسابات نقدية لأغراض عمليات تسوية ومقاصة الصفقات وذلك ضمن عملياته. ولهيئة صلاحية اعتماد أي من لوائح عمليات المركز وقواعده، أو تعديلها أو إلغائها أو تعليقها إذا رأت ذلك مناسباً.

المادة -19-

يتولّى إدارة المركز مدير متفرغ، يعيّن بقرار من مجلس المفوضين بناء على اقتراح من مجلس إدارة السوق، ويحظر عليه أن يقوم بأي عمل حكومي أو تجاري آخر أو أن تكون له مصلحة أو ملكية في أي شركة خدمات أو وساطة مالية في السوق، ويمكن إعفاء مدير المركز من عمله بالطريقة نفسها التي عُيّن بها.

المادة - 20-

تتحمل السوق كامل نفقات المركز، وتعود للسوق جميع موارده.

### 3-1-3 حساب "الديمات" أو التجريد

#### Dematerialize Physical Securities (DEMAT)

يسمح حساب "الديمات" DEMAT Account، بأن يحتفظ المستثمر بأسهمه إلكترونياً، إذ يعمل تماماً كالحساب المصرفي من حيث تحويل الأموال وتلقيها بدون أوراق نقدية، وبناء عليه: يسمح حساب الديمات بالقيام ببيع الأسهم وشرائها في السوق المالي إلكترونياً.

يلزم للبدء بالتعامل: أن يدخل المستثمر إلى حساب الديمات خاصته باستخدام بطاقة تعريف الزبون ID، التي تقدمها شركة السمسرة التي يتعامل معها، وعن طريق كلمة السر. ويمكن استخدام حساب الديمات لإيداع شهادات الأوراق المالية، سواء أكانت أسهماً أم سندات أم أوراق حكومية، أم حصصاً في الصناديق المشتركة أو المتداولة، بصيغة مجردة أو مرقمنة Dematerialized. وبخصوص المتطلبات السابقة على عمليات المتاجرة في الأسواق الرقمية، أي بدون استخدام الورقيات، يلزم أن يكون لدى المستثمر غالباً حساب مصرفي، وحساب متاجرة، ومن ثم حساب الديمات.

تتمثل عملية التجريد والرقمنة، في تحويل شهادات الأوراق المالية من حالتها المادية إلى الحالة الرقمية. يستطيع المستثمر من خلال ذلك، أن يحصل على حالة مرتفعة من الأمان، وتفادي السرقة، وتجنب العقبات والمصاعب المرتبطة بالإدارة، والحفاظ على الثبوتيات الورقية التي يمكن أن تتلف أو تسرق أو تضيع. لقد أصبح فتح حساب الديمات إجبارياً في العديد من أسواق المال؛ كي يتسنى للمستثمر القيام بعمليات البيع والشراء في السوق.

#### إيجابيات حساب "الديمات" وسلبياته

تحدد ايجابيات حساب التجريد وسلبياته غالباً بالعبارات الآتية: صفر خطورة، وصفر ورققيات، مع صفر تكلفة، ويكاد يكون أيضاً صفر زمن.

المبحث الثاني  
الوسطاء والعمولات  
Intermediaries

الأهداف التعليمية:

1. تحديد أنواع السمسرة وخدماتها.
2. فهم المقصود بصناعة الأسواق ومزودي السيولة التكميلية.
3. معرفة دور متعهدي التغطية وفهمه.
4. تبين أنواع العمولات التي يتقاضاها السماسرة عن تنفيذ التعاملات.

3-2-1 الوسطاء الماليون والخدمات المقدمة للمتعامل

يعمل السوق المالي، من خلال مجموعة من الوسطاء، تساعد في عمليات مختلفة مثل: ربط المتاجرين، وفتح الحسابات، وتقديم المشورة، وعمليات التسوية والدفع، ومسك الحصص أو الأسهم في الحسابات، والقيام بالتوزيعات.

قد تكون هناك عدة فئات من الوسطاء والتجار تتمايز من حيث القدرة على الوصول إلى مؤسسات السوق أو ملكية تلك المؤسسات.

هناك أنواع عدة من السماسرة على أرضية البورصة، وهي تشمل سمسار العمولة commission broker؛ الذي ينفذ أوامر العملاء الموضوعه بسعر السوق الحالي أو بالقرب منه، وسماسرة القاعة floor brokers، أو سماسرة "الدولارين" "two-dollar" brokers، كما يسمون في السوق الأمريكي؛ الذين ينفذون أوامر للسماسرة الآخرين مقابل عمولة، ولكن ليس لديهم اتصال مع الجمهور؛ المتخصص في واحد أو أكثر من الأوراق، والذي يقوم بصفته سمساراً بتنفيذ أوامر محددة للأعضاء الآخرين، وكوكيل: يقوم بشراء الأوراق المالية وبيعها لحسابه الخاص، والسماسرة المرتبطون بشركات الطلبيات الكسرية odd-lot firms، الذين يتعهدون بالشراء أو البيع بكميات غير الكمية القياسية البالغة 100 سهماً، وتكون عمولاتهم أعلى، و "التجار المسجلون" الذين يشترون وبيعون لحسابهم الخاص.

ويوجد في العديد من الأسواق كذلك، متعاملون ممن لديهم التزامات خاصة لضمان عمل آلية التداول بسلاسة. أولئك هم من يطلق عليه: "صناع السوق" أو "المتخصصون". ويمنح صانعو السوق عادة امتياز الوصول إلى بعض الأمور الإدارية أو إلى معلومات عن السوق، وذلك مقابل قيامهم بالوفاء بالالتزامات. ونعرض في ما يأتي لكل فئة بإيجاز:

أ. السماسرة

1) سماسرة الخصم Discount Brokers.

توفر شركات السمسرة للعملاء حسابات خاصة. لا يتفاعل العملاء من المستثمرين عادة مع السمسار مباشرة. وإذا فعلوا ذلك يكون التواصل محدوداً، ويحصل عند تنفيذ المتاجرة فقط. يقوم سمسار الخصم Discount Broker، أو مدير الحساب، كما يطلق عليه، بتنفيذ عمليات البيع والشراء بعمولات منخفضة، ولا يقدم أية نصيحة استثمارية، بخلاف سمسار الخدمة الكاملة Full-service Broker.

يمكن أيضاً العثور على سماسرة الخصم في العقارات والخدمات المالية الأخرى، إذ يساعد أولئك السماسرة في قطاع العقارات، الأفراد على شراء وبيع العقارات، ويمكن لسماسرة الخصم أيضاً الوصول إلى قوائم المنازل كوكلاء عقاريين بخدمات متكاملة، وقد يقوم سماسرة الخصم أيضاً ببيع منتجات التأمين.

2) سماسرة الخدمة الكاملة Full-service Broker.

يعد سماسرة الخدمات الكاملة خياراً أفضل للمستثمرين الذين يحتاجون مشورة استثمارية مهنية، أو الذين يرغبون في متابعة خططهم المالية. يقدم سمسار الخدمة الكاملة، الاستشارات والأبحاث والمشورة الشخصية، إضافة إلى خدمات التخطيط العقاري أو التخطيط الضريبي.

3) سماسرة البلوكات Block Brokers.

يقدمون خدمة السمسرة لكبار التجار. تتسبب أوامر الطلبات الكبيرة عادة، في تحرك السوق ضد المتاجر؛ إذ تتم المتاجرة بأوامر الشراء الكبيرة بعلاوة على السعر، بينما تتم المتاجرة بأوامر البيع الكبيرة بخصم على السعر. يعمل سماسرة الطلبات الكبيرة (البلوكات)، على إدارة الأوامر الضخمة، بطريقة تتسبب بأقل خسارة ممكنة لعملائها بفعل تحركات السوق المعاكسة لمصلحتهم.

4) المتعاملون Dealers.

يقومون بتعبئة أوامر عملائهم عن طريق التداول معهم. بخلاف السمسار، يقوم المتعامل بالشراء من أو البيع لعملائه أو زبائنه مباشرة، على أمل العثور على عميل آخر يأخذ الجانب الآخر من الصفقة.

5) السماسرة- المتعاملون (التجار) Broker-dealers.

أي: الكيان الذي يضم السمسار والمتعامل على حد سواء. يوجد بين السمسار والمتعامل، تضارب مصالح متأصل، لكون السمسار يسعى إلى الحصول على أفضل الأسعار لعملائه؛ بينما يعظّم المتعامل ربحه عن طريق الشراء من العملاء بأسعار منخفضة، والبيع لهم بأسعار مرتفعة.

يمثل السمسار - التاجر في مجال الخدمات المالية، شخصاً طبيعياً أو شركة أو مؤسسة ما تعمل في مجال تداول الأوراق المالية لحسابها الخاص، أو نيابة عن عملائها.

يقع السمسار في قلب عملية تداول الأوراق المالية، والمشتقات، وبالرغم من أن العديد من السماسرة-التجار هم عبارة عن شركات "مستقلة" تشارك في خدمات الوساطة فقط، إلا أن كثيراً منهم، عبارة عن وحدات أعمال، أو فروع للبنوك التجارية أو البنوك الاستثمارية، أو شركات الاستثمار.

عند تنفيذ أوامر المتاجرة نيابة عن العميل يقال إن المؤسسة تعمل كسمسار، وعند تنفيذ عمليات التداول لحسابها الخاص يقال إن المؤسسة تعمل كتاجر. يستطيع المتعامل أو التاجر بيع الأوراق المالية المشتراة من عملاء، أو من شركات أخرى إلى عملاء أو شركات أخرى ثانية بصفته تاجراً، أو قد تصبح جزءاً مما تحتفظ به الشركة. وذلك عدا عن تنفيذ التعاملات بالأوراق المالية، فإن السماسرة-التجار، هم البائعون والموزعون الرئيسيون لحصص صناديق الاستثمار المشتركة.

### ب. صانعو الأسواق

تعتمد بعض أسواق الأسهم على تجار محترفين، للحفاظ على استمرارية العرض والطلب، لأن المشتريين أو البائعين المتحمسين قد لا يجدون بعضهم في كل الأوقات.

- يعرف صانعو الأسواق من أولئك التجار باسم المتخصصون Specialists، في الأسواق المنظمة، أو صناع السوق Market Makers في الأسواق الموازية.

- وبدأت بعض الأسواق كبورصة نيويورك للأسهم NYSE تضم مؤخراً، ما يطلق عليهم "مزودو السيولة التكميلية" SLPS، ويتمثل الهدف من مشاركة مزودي السيولة التكميلية في إضافة السيولة والتكامل والتنافس مع ناشري الأسعار أو من يعطي الأسعار في السوق، أي التجار المحترفين أو المتخصصين، وإن كان يمكن أن يعدّ مزود السيولة صانع سوق بشكل ما!

يوجد مزودو السيولة التكميلية في المقام الأول، في الأسهم الأكثر سيولة، بحجم تداول يومي، يصل إلى أكثر من مليون سهم في المتوسط. يقوم المزود بالتداول لحسابه الخاص فقط، وليس لعامة العملاء، أو على أساس الوكالة، ويمنح مزودي الخدمات المالية الذين ينشرون السيولة في ورقة مالية مخصصة، ومنفذة ضد الأوامر الواردة، خصماً من قبل البورصة.

### ج. متعهدو التغطية (المورقون Securitizers).

يمكن للبنوك وشركات الاستثمار خلق منتجات مالية جديدة عبر شراء مختلف الأوراق أو الأصول المالية و"إعادة هندستها"، إذ تساعد بنوك الاستثمار العملاء من الشركات بشكل أساسي في إصدار مجموعة واسعة من الأوراق المالية؛ بما في ذلك الأسهم العادية والممتازة، والسندات، والإشعارات، إضافة إلى مساعدة

عملائها في تحقيق الأهداف المحتملة لعمليات الاستحواذ، وتدخل الأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية Mortgage-backed ضمن تلك المنتجات، وتعد من بين أكثر عمليات التوريق شيوعاً.

يقوم الوسيط المالي في حالة (صكوك الرهن العقاري) وغيرها من الأوراق بتجزئة تلك الأوراق إلى فئات أو شرائح متباينة لها حقوق مختلفة بخصوص التدفقات النقدية التي تتولد من مجع الأصول Asset Pool، المتشكّل بنتيجة عمليات التجزئة. يساعد هذا الأمر على تصميم عمليات التوريق؛ بما يناسب "البروفيل الاستثماري" لمختلف المستثمرين لناحية المخاطر والعوائد. إضافة إلى فوائد التنوع Diversification؛ فإن التوريق يحسّن السيولة في سوق الرهن العقاري إلى درجة كبيرة، التي يمكن أن تنتقل إلى أصحاب العقارات على شكل انخفاض في أسعار الفائدة.

تجمع البنوك التجارية، وبنوك الادخار والقروض، والاتحادات الائتمانية، والمؤسسات المماثلة، الأموال من المودعين والمستثمرين الآخرين، وتقدمها إلى المقترضين. يوفر الوسطاء الماليون الآخرون مثل: شركات القبول Acceptance Corporations، وشركات الخصم Discount Corporations، وشركات الدفع المقدم Payday Advance Corporations، ومقدمي القروض المضمونة لمقترضين ممولين، عن طريق بيع الأوراق التجارية والسندات والأسهم للمستثمرين، ويمكن أن نعدّ مصارف الإيداع والمؤسسات المالية على أنها مجمعات أصول مورقة Securitized Asset Pools مدعومة بمحفظة منوعة من القروض، والمودعين الذين يحملون الشريحة الأساسية Senior Tranche (الأكثر حماية ضد الخسائر)، وحملة الأسهم من المؤسسات التي تحمل الشريحة الأصغر Junior Tranche (الأقل حماية).

تساعد شركات التأمي، الأفراد والشركات على التحوط ضد المخاطر، وذلك من خلال عقود تعهد الدفع في حالة حدوث خسائر بنتيجة مجموعة واسعة من الأسباب، وتقوم شركات التأمين بشكل أساسي بتحويل المخاطر من مشتري عقود التأمين، إلى دائني شركة التأمين ومساهميها. تشمل المشاكل الشائعة في عقود التأمين: الاحتيال، والمخاطر الأخلاقية Moral Hazard؛ بمعنى أن احتمال الخسائر أكبر عندما يعرف الناس أنهم مؤمنون، والاختيار المضاد Adverse Selection؛ بمعنى أن مشتري التأمين قد يكونون أكثر عرضة للخسائر.

### د. المقاصة (بيوت التسوية) ClearingHouses.

تقوم على ترتيب التسوية النهائية للتداولات من خلال ضمان تنفيذ العقد في أسواق الفيوشرز، والعمل فقط كوكيل ضامن في باقي الأسواق. تطلب غرف المقاصة من الأعضاء الحصول على رأسمال، وهوامش، أو "مارجن" كاف. يتاجر أعضاء غرفة المقاصة بالنيابة عن السماسرة والمتعاملين من غير الأعضاء، ويتم التأكد من أن غير الأعضاء لديهم رأس مال كاف لدعم عملياتهم كما هو الحال مع الأعضاء.

## i

## السماسة والمتعاملون من تجار الجملة Brokers and jobbers

يتم التداول في بورصة لندن من خلال نظام فريد من الوسطاء وأصحاب العمل. يعمل السماسر Broker وكيلاً لعملائه، ويقوم المتعامل jobber بالمتاجرة على أرض البورصة، ولكنه لا يتعامل مع الجمهور. يصدر العميل أمراً إلى بيت السمسرة الذي ينقله بدوره إلى قاعة التداول للتنفيذ. يذهب سمسار الاستلام إلى المنطقة التي يتم فيها تداول الورقة المالية، ويبحث عن متعامل متمركز في المكان ومخصص بالورقة المعنية. يقوم المتعامل بصفته الشخصية فقط بالبيع والشراء لحسابه الخاص، والتعامل مع سماسة ومتعاملين آخرين. يسأل السمسار المتعامل عن الأسعار الحالية من دون الكشف عما إذا كان مهتماً بالشراء أو البيع. قد يسعى السمسار إلى تضيق الهامش بين سعر العرض وسعر الطلب، أو سعر الشراء والبيع، أو قد يتجه نحو متعامل آخر يحمل الورقة نفسها، ويقوم بعملية المساومة نفسها معه. عندما يقتنع السمسار بأنه قد حصل في النهاية على أفضل سعر ممكن لعميله، عندها يكمل الصفقة.

يعوّض السمسار بالعمولة المستلمة من العميل. يسعى المتعامل إلى تعظيم أرباحه عن طريق ضبط أسعار البيع والشراء. وبصفتهم المتعاملين النهائيين في سوق لندن؛ فإن أنشطة المتعاملين توفر عامل استقرار، ولكن بخلاف المتخصص في بورصة نيويورك؛ فإن المتعامل أو "الجوبر" غير ملزم بالمساعدة في دعم الأسعار. مع تزايد أهمية العملاء المؤسسيين زادت حجوم التعاملات، ومن ثم فقد اضطر (الجوبر) إلى المخاطرة بمبالغ أكبر. لموازنة هذا الخطر، يمكن التفاوض مسبقاً على ترتيبات محددة بخصوص الأوامر الضخمة، وتجري الصفقة على أرض قاعة التداول، مع قبول (الجوبر) بالحد الأدنى من الدور. يوفر نظام (الجوبر) سوقاً مستمراً، إلا أنه لايداني المزايدات auction bidding في بورصة نيويورك.

\* الجوبر (في المملكة المتحدة): مدير، أو تاجر الجملة، يتعامل فقط مع الوسطاء في البورصة، وليس مع الجمهور (سمسار الصالة!) مباشرة.

تتبع مبادئ إجراءات التداول نفسها في البورصات الرئيسية في جميع أنحاء العالم، على الرغم من الاختلاف في التطبيق؛ إذ يستخدم شكل من أشكال نظام المزاد في بورصات باريس وبروكسل وكوبنهاجن وستوكهولم وزيوريخ، وتحدد الأسعار من خلال هامش الشراء - البيع على أوراق مالية معينة في فترات زمنية محددة. التداول مستمر في بورصة طوكيو، وتنفذ الأوامر من خلال أعضاء "الساييتوري" Saitori، الذين يحتفظون بقوائم الأوامر على جميع المعاملات. بخلاف الاختصاصي في بورصة نيويورك أو الجوبر في لندن، لا يتاجر saitori لحسابه الخاص بل يعمل كوسيط بين الأعضاء العاديين فقط. في أمستردام تتداول الأوراق المالية النشطة مباشرة بين الأعضاء خلال أوقات التداول المحددة؛ إذ يعمل المتخصصون وسطاء بين المشتريين والبائعين.

### 3-2-2 خدمات الوسطاء

يؤدي دور الوسيط شخص **طبيعي** أو معنوي عادة، شرط أن يكون مرخصاً بموجب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته، و يمكن حصر الخدمات التي يقدمها الوسطاء في ثلاثة أنواع هي: السمسرة، وصناعة الأسواق، والتزويد بالسيولة التكميلية، والتعهد بتغطية الإصدارات.

#### ▪ السمسرة brokerage

عندما يمثل الوسيط المالي دور السمسار Broker فإنه يؤدي خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل، وتختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق إلى السماسرة أو الوسطاء تبعاً لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر، والتي تكون في الأغلب محكومة بعنصرين:

(1) سعر التنفيذ: ويقصد به السعر الذي يحدده المستثمر للسمسار؛ ليسمح للأخير عنده بتنفيذ الصفقة سواء أكانت بيعاً أم شراءً.

(2) وقت التنفيذ: ويقصد به المدة الزمنية، أو التاريخ الذي يسمح للسمسار خلاله بتنفيذ الصفقة سواء أكانت بيعاً أم شراءً.

يؤدي السمسار broker دور الوكيل للمستثمر، ويحصل على عمولة مقابل جهده، ويتعامل غالبية المستثمرين الأفراد مع السماسرة الذين يعملون في بيوت سمسرة كبيرة، ولها مكاتب كثيرة متفرقة ومربوطة بشبكة اتصالات ضخمة في ما بينها وبين المركز الرئيس، وكذلك في ما بينها وبين الأسواق الرئيسية، ويطلق اسم (مديري الحسابات account executives) على الأفراد الذين تقع عليهم المسؤولية الرئيسية في إجراء العمليات لصالح المستثمرين الأفراد. أما المؤسسات المالية التي تقوم بالاستثمار، مثل: البنوك التجارية، وصناديق التقاعد؛ فإنها لا تقتصر في تعاملها مع بيوت السمسرة الكبيرة، بل تلجأ أيضاً إلى البيوت الأصغر، والتي لديها مكتب واحد أو مكتبين، ولكنها متخصصة في عمليات المؤسسات التي ترغب في الاستثمار، لا الأفراد.

#### ▪ صناعة الأسواق

يمكن للوسيط أن يقوم بدور صانع الأسواق، أي ممارسة مهنته في بيع الأوراق المالية وشرائها؛ بموجب ترخيص تمنحه إياه لجنة إدارة السوق، ويمارس صانع السوق نشاطه في السوق الثانوي بشقه الموازي والنظامي، إلا أنه يطلق عليه: "الخبير" في السوق النظامي، ويقوم بعمله هذا، إما لصالح عملائه، أو لصالح

نفسه، وبممارسته لمهامه يؤدي صانع السوق خدمات على درجة كبيرة من الأهمية للسوق المالي، ومن أهمها الآتي:

- 1) توفير السيولة اللازمة للسوق المالي، وذلك عن طريق ممارسة دور نشط في تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب.
- 2) المحافظة على استقرار الأسعار وحجوم التعامل، بممارسته لمهمته الأساسية وهي ممارسة دور المشتري في حالة الانخفاض الحاد في الأسعار، والبائع في حالة الارتفاع الحاد فيها، وبذلك يؤدي صانع السوق دوراً مهماً في المحافظة على توازن معقول في أسعار الأوراق المالية كما في حجم التداول.

#### ▪ التزويد بالسيولة التكميلية "مزودي السيولة"

#### Supplemental Liquidity Provider (SLP)

يعدّ مزودو السيولة التكميلية SLPs أحد المشاركين الرئيسيين في بعض الأسواق، كما هو الحال مثلاً في بورصة نيويورك للأوراق المالية NYSE. ومقدمو السيولة التكميلية (SLPs) هم مشاركون في السوق، يستخدمون خوارزميات algorithms وحواسيب متطورة وعالية السرعة؛ لخلق حجوم كبيرة من أجل إضافة سيولة إلى الأسواق. وفي إطار خلق حافز لتوفير السيولة فقد تمنح البورصة هؤلاء حسماً، أوتدفع لهم رسماً، كان قد وصل إلى (0.15 سنتاً) في بورصة نيويورك، بدءاً من عام 2009.

تم تقديم برنامج مزود السيولة التكميلية في بورصة نيويورك، بعد مدة وجيزة من انهيار بنك ليمان برانرز Lehman Brothers. لقد تسبب انهيار ليمان برانرز في عام 2008 بمخاوف كبيرة بشأن السيولة في الأسواق؛ مما أدى إلى إدخال البرنامج، في محاولة لتخفيف الأزمة.

تم إنشاء برنامج مزود السيولة التكميلية؛ لإضافة السيولة والتكامل والتنافس مع مقدمي الأسعار. يكون لكل مزود سيولة تكميلية مخصص من الأوراق المالية في البورصة عادة، إذ يلتزم بالحفاظ على أسعار الشراء والبيع على أوراقه المالية المخصصة، عند أفضل سعر، بنسبة لا تقل عن 10 بالمائة من يوم التداول. يطلب من مزود السيولة التكميلية أيضاً تقديم (10) مليون سهم كمتوسط حجم متاجرة يومي؛ للتأهل للحصول على حسمات مالية معززة.

تكافئ بورصة نيويورك مزود السيولة التكميلية بخصم مالي عندما يقدم أسعاراً تنافسية، وذلك عبر تقديم السيولة في ورقة مالية مخصصة، تنفذ مقابل الأوامر الواردة. يولد هذا الأمر المزيد من النشاط التسعيري؛ مما يؤدي إلى هوامش سعرية أكثر تماسكاً tighter spreads، وسيولة أكبر عند كل مستوى من مستويات السعر.

### ■ التعهد بتغطية الإصدارات الأولية

يمكن للوسيط، إضافة إلى دوره كسمسار أو صانع أسواق، أن يؤدي دور المتعهد لتغطية إصدار معين Underwriter سواء كان في صورة أسهم أو في صورة سندات، إذ يتعهد الوسيط الذي يكون في هذه الحالة مؤسسة مالية مثل: بنك الاستثمار، أو شركة استثمار، للجهة المصدرة بتسويق جميع إصداراتها مقابل عمولة معينة، وفي هذه الحالة يجب عليه شراء ما يعجز عن تسويقه من هذه الإصدارات. وقد عرضت الإصدارات ودور متعهدي التغطية في الفصل الثاني.



يجمع نموذج السوق المميز لبورصة نيويورك NYS، بين التكنولوجيا الرائدة والحكم العقلي للبشر، أي الآلة والعنصر البشري؛ لترتيب الأولويات في اكتشاف الأسعار بسرعة، وإعطاء الاستقرار لأسهم الشركات المدرجة في السوق، ويعتقد القائلون على البورصة أن العنصر البشري في نموذجهم، ينتج عنه تقلبات منخفضة، وسيولة أعمق، وأسعار محسنة! ويطلق على البورصة المذكورة أحياناً، بورصة نيويورك التقليدية "NYSE classic"؛ لتميزها من البورصات الأخرى التي تحمل العلامة التجارية لبورصة نيويورك، من مثل:

NYSE Arca, NYSE MKT

## 3-2-3 Commission العمولات

يحصل مدير الحساب على الجزء الأكبر من تعويضه في صورة عمولات، تدفع بوساطة العميل، وتحسب على أساس معدل الدوران، أو عمليات التبادل التي تجري ضمن حسابه. ويستفيد من سماسة الخصم خصوصاً، المستثمرين والتجار؛ الذين ينشطون في عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها بشكل متكرر. ويستفيد المستثمرون الذين يتاجرون بشكل متكرر، ولاسيما من العمولات المنخفضة لسماسة الخصم. وفي حالة المستثمرين الذين لا يحتاجون إلى المشورة، أو لديهم محافظ صغيرة، أو يريدون تنفيذ صفقاتهم فقط، يكونون أفضل حالاً عادة باستخدام خدمات سماسة الخصم. يمكن أن يؤدي ذلك إلى مغالاة السمسار في التوصية بإجراء تعديلات متكررة في محفظة المستثمر، وعلى اعتبار أن الأوراق المالية تختلف في نسبة العمولة المفروضة عليها، يحتمل أن يوصي السمسار بإجراء تعديلات على تلك الأوراق التي تعطي عائداً مرتفعاً، وأن يغالي في ذلك أيضاً. إن مغالاة السمسار هذه في معدل الدوران، تتسبب بفقدان ثقة العملاء بهم على المدى الطويل، ويحصل أن يدخل الطرفان في خلافات، ورفع شكاوى. يكون المستثمرون، الذين يحتفظون باستثماراتهم لمدة طويلة عادة أقل انزعاجاً من العمولات المرتفعة التي يتقاضاها سماسة الخدمات الكاملة، وذلك لأنهم لا يتاجرون كثيراً.

قبل التطور التكنولوجي الحاصل، كان فئة قليلة فقط هم القادرون على تحمل تكلفة السمسار، والوصول إلى سوق الأسهم. لقد سمحت شبكة الإنترنت للأفراد ممن لديهم رأس مال قليل بالمتاجرة مقابل رسوم قليلة. يعمل معظم سماسة الخصم اليوم، عبر الإنترنت، ويعني هذا عمولات أقل. لقد صممت منصات التداول الإلكترونية الخاصة بهؤلاء السماسرة بطريقة جاذبة للمتداولين النشطين.

إذا سمح لشركة السمسرة، فيمكنها إقراض الأسهم المحتفظ بها في الحساب النقدي، ويشكل ذلك مصدراً ممكناً لتحقيق مكاسب إضافية. تسمى هذه العملية: إقراض الأسهم، أو إقراض الأوراق المالية. يمكن أن يتوفر طلب مرتفع لاقتراض الأوراق المالية، من قبل البائعين على المكشوف وصناديق التحوط، ولاسيما الأوراق التي يصعب اقتراضها عادة. وعند اقتراض رأس المال أو الأوراق المالية، يجب دفع الرسوم والفوائد على المبلغ المقرض.

يختلف المبلغ الفعلي للفائدة المفروضة على اقتراض الأوراق المالية، وذلك تبعاً للمعدلات السوقية والطلب على تلك الأوراق، إذ أنه كلما زاد الاقتراض ارتفعت الفائدة. إن الأوراق الأكثر جاذبية للإقراض، هي تلك التي يصعب اقتراضها من أجل البيع على المكشوف short selling، بمعنى أسهم الرسملة الصغيرة small-caps، عادة، أو الأسهم التي تشهد تداولاً ضعيفاً، وكذلك الأسهم التي تمت عليها عمليات بيع قصير مكثفة، أو هبط سعرها بشكل كبير. يمثل هذا الطلب فرصة جاذبة للمستثمرين حاملي الأوراق المالية

المطلوبة. إذا كان لدى العميل أو المستثمر، حساب نقدي وأوراق مالية، تشهد طلباً عليها، يمكنه إخبار سمساره أنه على استعداد لإقراض أسهمه. إذا كان هناك طلب على هذه الأسهم؛ فسوف يقدم له سمساره عرض أسعار عما يرغب في دفعه مقابل السماح بإقراض هذه الأسهم.

يقوم السمسار في حال موافقة العميل بإقراض الأسهم إلى بائع قصير Short Seller، أو صندوق تحوط، مقابل معدل أعلى، ويحقق الفرق، إضافة إلى أنه يكون قد لبي طلب عميل آخر، وكسب عمولات.

**مثال.** إذا أعطى السمسار لعميله فائدة بنسبة 8% على الأسهم المقترضة، وقام بإقراضها بنسبة 13%.

واستناداً إلى حجم مركز العميل، فيمكن أن يشكل ذلك مصدراً لعائد إضافي. تسمح هذه الطريقة للعميل بالحفاظ على المركز الطويل حالياً في الورقة، والاستفادة من الحركة الصعودية Upward. قد يقوم السمسار بتقديم هذه الخدمة أو عدم تقديمها، تبعاً للسمسار، وقد يتطلب القيام بذلك أيضاً حداً أدنى من عدد الأسهم أو الأموال.

يسمح حساب الهامش margin account، للمستثمر بالاقتراض مقابل قيمة الأصول الموجودة في الحساب؛ لشراء مراكز جديدة، أو البيع القصير. يمكن للمستثمر بهذه الطريقة استخدام الهامش للاستفادة من مراكزه، ومن الحركات الصعودية والهبوطية في السوق. يمكن استخدام الهامش أيضاً لإجراء عمليات السحب النقدي مقابل قيمة الحساب أو حق الملكية، مثل: القرض قصير الأجل. يمكن أن يكون حساب الهامش للمستثمرين الراغبين باستخدام الرفع مفيداً للغاية وكفؤاً لناحية التكلفة. عند إنشاء حساب هامش يخضع الرصيد المستحق لسعر فائدة يومي تتقاضاه شركة السمسرة (تعتمد معدلات الفائدة، في السوق الأمريكي مثلاً، على سعر البرايم الجاري Prime Rate، إضافة إلى مبلغ إضافي تفرضه الشركة المقرضة، ويمكن أن يصل إلى 10 في المائة).

قد يتخذ المستثمر الذي لديه حساب هامش مركزاً قصيراً في سهم ما XYZ، في حال اعتقد أن السعر قد ينخفض. إذا انخفض السعر بالفعل؛ فيمكنه تغطية مركزه القصير عندها، من خلال الدخول في مركز طويل في السهم المعني XYZ، ويحصل على ربح من الفرق بين المبلغ الأولي الذي تم تسلمه بنتيجة عملية البيع القصير، والمبلغ الذي تم دفعه لشراء الأسهم نفسها عند السعر الأقل، يطرح منه الفائدة على الهامش خلال المدة المعنية.

**مثال.** يمكن أن يقوم المستثمر في مثل هذه الحالة بإصدار أمر إيقاف Stop Order، ببيع سهم XYZ، إذا انخفض السعر إلى ما دون مستوى محدد، ويسمح له ذلك أن يحد من مخاطر الانخفاض Downside Risk.

يجب أن يجد المستثمر في حالة الحساب النقدي ومثل هذا السيناريو، المراهن على الاتجاه الهبوطي، استراتيجيات أخرى للتحوط، أو تحقيق الدخل. إذ يجب عليه استخدام الودائع النقدية والمراكز الطويلة فقط. عندما يكون رصيد حساب سالباً؛ قد يتم إقراض الأوراق المالية الموجودة في حساب الهامش الخاص بالمتعامل إلى طرف آخر، أو استخدامها كضمان من قبل شركة السمسرة في أي وقت، من دون إشعار أو تعويض. مقترضو الأسهم المحتفظ بها في حسابات الهامش هم من المتداولين النشطينعادة، أمثال صناديق التحوط؛ ممن يحاولون بيع الأسهم، أو هم بحاجة إلى تغطية أسهم مقترضة تم استدعاؤها. قد تقترض شركات الاستثمار التي تحتاج إلى الأداة ذات الصلة underlying instrument موضوع عقود المشتقات، أسهم الهامش الخاصة بالمتعامل من السمسار الخاص به، إذ يمكن لشركة السمسرة أن تقدم الأوراق المالية كضمان لقرض. وفي حال كانت الأسهم في حساب الهامش موضوعاً لتلقي توزيعات، إلا أنه تم إقراضها خلال ذلك؛ فلن تتلقى توزيعات حقيقية فعلياً، على اعتبار أن المتعامل في هذه الحالة ليس المالك الرسمي للأسهم، ويتلقى المتعامل بدلاً من ذلك، مدفوعات بديلة عن التوزيعات، قد تكون موضوعاً لضرائب مختلفة، ويمكن عند إقراض الأسهم أن يفقد المتعامل، حقوق التصويت الخاصة به.

**i** يجب أن يحصل المتقدم لعضوية بورصة لندن على "ترشيح" من عضو متقاعد بسعر يختلف تبعاً للعرض والطلب، وأن تتم الموافقة على كل طلبه من ثلاثة أرباع مجلس البورصة في الأقل. قد يكون العضو سمساراً، أو وكيلاً، أو صاحب وظيفة، يعمل لحسابه الخاص مع آخرين. تقتصر العضوية في بورصة باريس على 85 وكيلاً agents de change، ممن يشرفون على النشاط، بينما تنفذ أوامر التداول من قبل موظفيهم وموظفي البورصة. ولكي تصبح وكيلاً يجب على مقدم الطلب تلبية معايير التعليم والخبرة المقررة، وكذلك اجتياز امتحان تحريري، ويجب ترشيحه من قبل عضو متقاعد أو ورثة عضو متوفى، ويقدم وديعة ضمان، ويعين رسمياً من قبل وزير المالية. وحددت البورصات الأوروبية الأخرى متطلبات الأهلية من حيث الشخصية والخبرة والمكانة المالية، وبعضها لديه متطلبات تعليمية أيضاً. في بروكسل يجب أن يكون المرشح حاصلاً على شهادة في العلوم التجارية أو الاقتصاد، واجتياز امتحان احترافي، إضافة إلى إكمال ست سنوات متتالية في مكتب سمسار. في ألمانيا وسويسرا والسويد تهيمن البنوك على أعمال الوساطة.

يجب أن يكون أعضاء البورصات اليابانية شركات تقوم بالمتاجرة في الأوراق المالية، ويوجد نوعان من الأعضاء، وهم الأعضاء العاديون الذين يشترون ويبيعون للعملاء أو لحساباتهم الخاصة، والساييتوري saitori، الذين يتصرفون أساساً كوسطاء للأعضاء العاديين.

## المبحث الثالث: الأوامر

### Orders

#### الأهداف التعليمية:

1. فهم مواصفات الأمر.
2. معرفة أنواع الأوامر.
3. إدراك المقصود بالأوامر المشروطة.

#### 3-3-1 مواصفات الأمر

يتمثل السبب الرئيس لوجود السماسرة في جعل عمليات التعامل في الأوراق المالية مبسطة إلى حد كبير، ويكون كل المطلوب من المستثمر تزويد السماسر بما يطلق عليه مواصفات الأمر، وتتضمن مواصفات الأمر في حالة الأسهم العادية من جانب المستثمر، الآتي:

اسم المنشأة أو الشركة، أمر شراء أم بيع؟ حجم الأمر، المدة الزمنية التي يظل فيها الأمر سارياً، نوع الأمر، ويعني هنا أن نوضح المواصفات الثلاثة الأخيرة.

#### حجم الأمر

عند قيام المستثمر بشراء سهم عادي أو بيعه، فإنه سيقوم بإصدار الأمر إما لطلبية دائرية أو لطلبية صغيرة، أو لكليهما. وتعني الطلبية الدائرية عادة: أن يكون الأمر لمائة سهم أو مضاعفاتها (إلا في حالات خاصة يقل فيها الطلب عن 100، ويحدث ذلك في حالة الأسهم التي تتحدد أسعارها بصورة مغالى فيها أو يتعامل فيها بصورة محدودة للغاية)، أما الطلبية الصغيرة فهي عادة: التي يتراوح فيها الأمر من 1-99 سهماً. أما الطلبيات التي تزيد عن 100 سهم، ولا تمثل مضاعفات للمائة فتعتبر؛ مزيجاً من الطلبية الدائرية والصغيرة؛ فمثلاً الأمر الذي يتضمن 259 سهماً يعني أمراً لطلبيتين دائريتين، وطلبية صغيرة قدرها 59 سهماً.

#### الحدود الزمنية

يقع على عاتق المستثمر أن يضع حدوداً زمنية على الأمر الذي يصدره، بمعنى الزمن المحدد للسماسر لكي ينفذ الأمر. وفي حالة أوامر اليوم الواحد، فإن السماسر سيبدل قسارى جهده لتنفيذها خلال يوم تلقيها. وإذا لم يتم التنفيذ خلال اليوم فإن الأمر يعد لاغياً. وإذا لم يضع المستثمر حدوداً زمنية؛ فإن الأمر سيعامل بوساطة السماسر على أنه أمر يوم واحد. وهناك أوامر أسبوعية وأوامر شهرية، والتي سينتهي سريانها في نهاية المدة المحددة إذا لم يتم تنفيذها خلال هذه المدة، وهناك الأوامر المفتوحة، والتي تعرف أيضاً باسم

الأوامر سارية النفاذ حتى الإلغاء، وهي التي تبقى سارية المفعول حتى يتم تنفيذها أو إلغاؤها بواسطة المستثمر، وقد جرت العادة أنه خلال المدة السابقة للتنفيذ يطلب السمسار من المستثمر دورياً أن يؤكد الأمر، وهناك أيضاً أوامر التنفيذ أو الإلغاء، وهي تعني ضرورة إلغاء الأمر إذا لم يتمكن السمسار من تنفيذه بصورة فورية، وأخيراً هناك الأوامر التي تترك للسمسار حرية التصرف في وضع مواصفات هذه الأوامر، ويطلق عليها أوامر حرة، وقد تكون حرية السمسار كاملة في وضع جميع المواصفات، أو مقيدة تغطي سعر الأمر وتوقيته فقط.

### خيارات الأمر Order Options

يمكن للمستثمرين عموماً، الاختيار بين إطارين زمنيين لتنفيذ أمر المتاجرة الخاص بهم. تقدم أوامر نهاية اليوم إطاراً زمنياً محدداً، ويجب تعبئتها أو تنفيذها في نهاية يوم التداول. ويمكن أن تكون أوامر نهاية اليوم مفيدة للمشتري؛ لأنه لا يتعين عليه متابعة تقدم الأمر بعد إغلاق يوم التداول، وأوامر نهاية اليوم التي لم تنفذ لأي سبب ستحتاج إلى إعادة إدخالها مرة أخرى.

تظل الأوامر من النوع "صالح لحين الإلغاء" مفتوحة إلى أجل غير مسمى ما لم يتم إلغاؤها من قبل المستثمر. تقدم هذه الأوامر مجموعة كاملة من خيارات المتاجرة للمستثمر، وذلك باستخدام أمر نهاية اليوم أو أمر صالح لحين الإلغاء، يمكن للمستثمرين الاختيار من بين خيارات عدة نبحثها في الفقرة الآتية.

### 3-3-2 أنواع الأوامر

إن أكثر أنواع الأوامر شيوعاً هي أوامر السوق، والأوامر المحددة، وأوامر وقف الخسارة.

#### أمر السوق Market Order

يوجه أمر السوق: السمسار، أو شركة التداول التابعة، إلى إتمام الأمر، عند السعر التالي المتاح، بنهاية اليوم. إذن: هو أمر شراء أو بيع ورقة مالية على الفور. يضمن هذا النوع تنفيذ الأمر، لكنه لا يضمن سعر التنفيذ. سيتم تنفيذ أمر السوق عموماً، عند سعر الشراء الحالي أو قريباً منه، في حالة أمر البيع، أو سعر البيع، في حالة أمر الشراء؛ من المهم أن يتذكر المستثمر أن آخر سعر تداول ليس بالضرورة أن يكون هو السعر الذي سيتم به تنفيذ أمر السوق. لا يوجد سعر محدد لأوامر السوق، ويتم تنفيذها دائماً، إلا في حال لم يكن هناك سيولة.

ووفقاً لهذا النوع من الأوامر ينفذ الأمر بمجرد تسلمه من العميل، وبموجب أفضل سعر يتوفر بتاريخ التنفيذ. وهي أكثر أنواع الأوامر شيوعاً وهنا يصدر المستثمر أمراً للسمسار لشراء أو بيع عدداً محدداً من الأوراق فوراً. وهنا يكون السمسار ملتزماً ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أفضل سعر ممكن (أقل الأسعار في حالة أمر الشراء، وأعلى الأسعار في حالة البيع)، في وقت صدور الأمر. وعلى هذا الأساس؛ فإن المستثمر عند إصدار الأمر يكون في حالة شبه تأكيد أن الأمر سيتم تنفيذه، وإن كانت درجة تأكده أقل كثيراً في ما يتعلق بالسعر. وعلى كل فإنه عادة ما تتوفر سلفاً معلومات مناسبة عن السعر المحتمل تنفيذ الأمر على أساسه. وأخيراً: فليس غريباً أن تكون أوامر السوق هي أوامر يومية.

#### الأمر المحدد Limit Order

يوجه الأمر المحدد، السمسار أو شركة التداول التابعة، إلى **شراء** ورقة مالية بسعر محدد أو أقل منه، إذن: هو أمر شراء، أو بيع ورقة مالية بسعر معين أو أفضل منه. لا يمكن تنفيذ أمر الشراء المحدد إلا بالسعر المحدد أو أقل منه، ولا يمكن تنفيذ أمر البيع المحدد إلا بالسعر المحدد أو أعلى منه. تضمن الأوامر المحددة أن يدفع المشتري سعراً محدداً فقط لشراء ورقة مالية. يمكن أن تظل الأوامر المحددة سارية حتى يتم تنفيذها، أو انتهاء صلاحيتها، أو إلغاؤها.

تختلف طبيعة هذا الأمر حسب نوع القيد الذي يضعه العميل على السمسار، إذ يشمل هذا القيد سعر التنفيذ فقط، أو وقت التنفيذ، أو كليهما معاً. فإذا اقتصر القيد على سعر التنفيذ فقط، فهذا يعني أن السمسار يكون ملزماً بتنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر إلى سعر التنفيذ المحدد في الأمر، ويكون مسؤولاً عن عدم التنفيذ إذا أخل بهذا الشرط، أما إذا اقتصر القيد على وقت التنفيذ؛ فهذا يعني أن السمسار يكون ملزماً بتنفيذ

الأمر وبأفضل سعر يتحقق في التاريخ المحدد للتنفيذ، أو خلال المدة المتفق عليها، وذلك حسب شروط الأمر. وقد يشمل القيد سعر التنفيذ ووقته معا؛ بمعنى أن الأمر الذي يصدره العميل للسماح يحدد فيه سعراً معيناً للتنفيذ خلال مدة زمنية معينة، وفي هذه الحالة يكون السماح ملزماً بتنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر السوقي للسهم إلى سعر التنفيذ خلال المدة الزمنية المحددة، أما إذا لم يتحقق ذلك فيعد الأمر لاغياً، ولا يتحمل السماح أية مسؤولية.

مما سبق أعلاه؛ فإنه يتم النص على سعر محدد بوساطة المستثمر عند إصدار الأمر للسماح. فإذا كان الأمر المحدد خاصاً بالشراء؛ فإن السماح سيقوم بتنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد، أو مساوياً له، وإذا كان الأمر خاصاً بالبيع؛ فإن السماح سينفذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه.

وهذا يعني أن المستثمر يحدد الحد الأقصى للسعر في حالة أوامر الشراء، والحد الأدنى في حالة أوامر البيع، وعلى النقيض من أوامر السوق؛ فإن المستثمر في هذه الحالة لا يكون متأكداً من حالة تنفيذ الأمر. مثال. لنفترض أن السهم العادي لشركة XYZ يباع حالياً بمبلغ \$ 25. فإذا قام أحد المستثمرين بإصدار أمر ببيع 100 سهم بسعر محدد \$ 30، وبعد زمني يوم واحد؛ فإنه لا يتوقع تنفيذ هذا الأمر، والسبب هو ارتفاع السعر المحدد إلى درجة كبيرة عن السعر السائد، وأن تنفيذ الأمر يتطلب ارتفاع السعر بمقدار \$ 5 في يوم واحد، وهذا أمر بعيد التحقيق .

مثال. يرغب المستثمر في شراء أسهم ABC بسعر لا يتجاوز \$10 للسهم، يمكن للمستثمر إصدار أمر محدد بهذا السعر، وسيتم تنفيذ هذا الأمر فقط في حال كان سعر سهم ABC هو 10 دولارات أو أقل.

### أمر التوقف أو الإيقاف Stop Order

يوجه أمر الإيقاف السماح أو شركة التداول التابعة، وذلك ببيع ورقة مالية عند الوصول إلى سعر محدد. يمكن أن يكون السعر هو وقف خسارة stop losses، أو جني الأرباح take gains. إذن: هو أمر شراء، أو بيع سهم بمجرد وصول سعر السهم إلى السعر المحدد، والمعروف باسم سعر الإيقاف، وذلك عندما يتم الوصول إلى سعر الإيقاف، ويصبح أمر الإيقاف أمر سوق. يقع على عاتق المستثمر هنا أن يحدد سعر الإيقاف؛ فإذا كان الأمر يتعلق بالبيع، فإن سعر الإيقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي في وقت إصدار أمر البيع، وبالعكس، فإنه إذا كان الأمر يتعلق بالشراء؛ فإن سعر الإيقاف يكون أكبر من السعر السوقي في وقت إصدار الأمر، وإذا حدث في وقت لاحق

أن قام مستثمر آخر بالتعامل في السهم على أساس سعر يصل إلى الإيقاف أو يتعداه؛ فإن أمر الإيقاف يتحول في الواقع إلى أمر سوق، وعلى هذا الأساس يمكن النظر إلى الإيقاف على أنه أمر سوق مشروط. يستخدم المستثمرون عموماً أمر الإيقاف، للحد من الخسارة، أو حماية الربح على الأسهم التي يمتلكونها، أو قاموا ببيعها على المكشوف.

يطبق هذا النوع من الأوامر وفق صيغتين:

**الأولى** - تطبق على عمليات بيع الأسهم، ويلجأ إليها المستثمرون لضمان تحقيق حداً معقول من الأرباح عندما يكون اتجاه حركة الأسعار هبوطياً، ويطلق على هذه الصيغة مصطلح: Stop Loss Order؛ فلو أن أحد المستثمرين كان لديه سهماً عادياً كان قد اشتراه بسعر 500 ليرة سورية، بينما السعر السوقي السائد للسهم حالياً هو 800 ليرة سورية، ونظراً لتخوفه من هبوط محتمل في السعر يصدر أمراً للسماح بصيغة تضمن له حداً أدنى من الأرباح، ومن ثم تجنبه خسارة كبيرة محتملة؛ لذا يصدر الوسيط أمراً بالصيغة الآتية مثلاً:

"قم بالبيع إذا بلغ السعر السوقي للسهم 600 ليرة سورية".

وفي هذه الحالة يكون الوسيط ملزماً بالتنفيذ بمجرد وصول السعر السوقي للسهم إلى 600 ليرة ومن ثم لا تقع عليه أية مسؤولية إذا لم ينفذ الأمر في حال عدم هبوط السعر السوقي للسهم إلى هذا الحد، **الثانية** - يمكن لأمر الإيقاف أن يصدر بهذه الصيغة؛ فيطبق على عمليات شراء الأسهم عندما تلوح في الأفق مؤشرات لارتفاع السعر السوقي للسهم، ويطلق على هذه الصيغة مصطلح: Stop by Order. فإذا وصل السعر السوقي لسهم معين 1000 ليرة سورية، وتوقع المستثمر ارتفاع سعره في المستقبل، عندها يمكنه إصدار أمر للسماح بالصيغة الآتية:

"اشتر إذا وصل السعر السوقي إلى 1100 ليرة سورية".

وفي هذه الحالة يكون السماسر ملزماً بتنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر السوقي للسهم إلى 1100 ليرة، وبخلاف ذلك، أي في حال هبوط السعر أو ارتفاعه، ولكن من دون أن يصل إلى 1100 ليرة تنتفي مسؤولية السماسر عن عدم التنفيذ.

**تذكر!**

يتم إصدار أمر وقف الشراء أو إدخاله، بسعر إيقاف أعلى من سعر السوق الحالي. يتم إصدار أمر إيقاف البيع أو إدخاله، بسعر إيقاف أقل من سعر السوق الحالي. يستخدم المستثمرون أمر الإيقاف للحد من الخسارة أو حماية الربح على الأسهم التي يمتلكونها، أو قاموا ببيعها على المكشوف.

واستمراراً لمثالنا عن شركة XYZ؛ فإن أمر إيقاف بيع عند \$20 لن ينفذ إلا إذا حدثت تعاملات في السهم من الغير على أساس سعر يبلغ \$20 أو أقل. وبالعكس؛ فإن أمر إيقاف شراء عند \$30 لن ينفذ إلا إذا حدثت تعاملات في السهم من الغير عند سعر يبلغ \$30 أو أكثر. وإذا لم ينخفض السعر إلى \$20؛ فإن أمر إيقاف البيع لن ينفذ، وبالصورة نفسها، إذا لم يرتفع السعر إلى \$30؛ فإن أمر إيقاف الشراء لن ينفذ. وعلى النقيض من ذلك فإن أمر محدد للبيع عند \$20، أو أمراً محدداً للشراء عند \$30، سيتم تنفيذه فوراً إذ إن السعر السوقي الجاري للسهم هو \$25، ويمكن استخدام أوامر الإيقاف في الحفاظ على الأرباح الورقية؛ فعلى سبيل المثال؛ إذا قام مستثمر بشراء سهم شركة XYZ، بسعر \$10 منذ سنتين فإن ذلك يعني أن إرباحه الورقية تبلغ \$15؛ للسهم الواحد (25 - 10)، وإصدار أمر إيقاف بيع عند \$20، يعني أن المستثمر سيكون متأكداً من حصوله على \$10 للسهم (20 - 10) إذا انخفض سعر السهم إلى \$20. وإذا حدث العكس، وارتفع سعر السهم؛ فانه سيتم تجاهل أمر إيقاف البيع، وستزيد الأرباح الورقية، وعلى هذا الأساس فإن أمر إيقاف البيع سيوفر درجة معقولة من الحماية لأرباح المستثمر. إحدى المخاطر الناجمة عن أوامر الإيقاف: أن السعر الحقيقي الذي ينفذ به الأمر يمكن أن يكون بعيداً عن سعر الإيقاف، ويحدث ذلك إذا تحرك سعر السهم بسرعة كبيرة في اتجاه معين.

**مثال.** قد يحدث حادث ما، في شركة XYZ، يترتب عليه توقف العمل، ومن ثم انخفاض سعر السهم بصورة سريعة للغاية إلى \$12، في هذه الحالة فإن أمر إيقاف بيع عند \$20، قد ينفذ عند \$16، وهو رقم بعيد عن رقم الأمر، وهو \$20.

**أوامر إيقاف محددة.** تستخدم هذه الأوامر للتغلب على مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر إيقاف. في حالة أوامر الإيقاف المحددة يقوم المستثمر بتحديد سعرين: سعر إيقاف، وسعر محدد، وبمجرد تعامل شخص آخر بالسهم عند سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعداه؛ فإنه يتم وضع أمر محدد عند سعر محدد، ومن ثم يمكن النظر إلى أمر الإيقاف المحدد على أنه أمر محدد مشروط. واستمراراً لمثالنا، فإن المستثمر قد يصدر أمر إيقاف محدد لبيع سهم شركة XYZ، إذ إن سعر الإيقاف هو: \$20، والسعر المحدد هو \$19، وفي واقع الأمر فإن أمراً محدداً لبيع أسهم الشركة عند سعر \$19، أو أكثر سيتم تنفيذه فقط، إذا قام آخرون بالتعامل في السهم عند سعر \$20 أو أقل، وبصورة عكسية؛ فإن المستثمر قد يصدر أمر إيقاف محدد بشراء أسهم الشركة؛ إذ إن سعر التوقف \$30، والسعر المحدد \$31، ويعني ذلك أن أمراً محدداً لشراء أسهم الشركة عند سعر \$31، أو أقل سيتم تنفيذه في حالة واحدة فقط، وهي تعامل آخرين بهذه الأسهم عند سعر \$30 أو أكثر.

وجدير بالذكر أنه إذا تم الوصول إلى سعر الإيقاف؛ فانه من المؤكد تنفيذ أمر الإيقاف، وإن كان من غير المؤكد تنفيذ أمر الإيقاف المحدد، واستمراراً لمثال شركة XYZ، فإن حادثاً ما قد يؤدي إلى انخفاض سعر السهم إلى \$12، بصورة سريعة للغاية؛ بحيث أن أمر الإيقاف المحدد (\$20 سعر إيقاف و \$19 سعر محدد) ربما لا يمكن تنفيذه.

### الإطار رقم (3-3-2-1). الأمر المخفي من نوع "جبل الجليد" Iceberg Order

يعد الأمر "آيسبرغ"، أمراً مفرداً كبيراً، تم تقسيمه إلى أوامر محدودة limit orders أصغر. يتم ذلك عادة من خلال استخدام برنامج متاجرة آلي (بالحزمة) automated program؛ لغرض إخفاء حجم الأمر الفعلي. يأتي مصطلح "جبل الجليد" من حقيقة أن الجزء المرئي من الأمر، هو مجرد "رأس الجبل الجليدي"، إذ يوجد عدد أكبر من الأوامر المحدودة الجاهزة للإصدار، ويشار إليها أحياناً باسم أوامر الحجز reserve orders. يستخدم هذا النوع من الأوامر بشكل أساسي، من قبل المستثمرين المؤسسيين؛ بغرض بيع كميات كبيرة من الأوراق المالية وشرائها، من دون التسبب بإغراق السوق، على اعتبار أن لا إمكانية لعرض كامل الأمر في سجلات الأوامر من المستوى الثاني، ويمكن عن طريق إخفاء حجم الأوامر، التقليل من تحركات الأسعار التي يمكن أن يتسبب بها التغيير الكبير في العرض والطلب على السهم.

**مثال.** يرغب مستثمر مؤسسي كبير في تجنب إصدار أمر بيع كبير، قد يتسبب في الذعر في السوق. يمكن أن يفكر بديل آخ، قد يكون أكثر قبولا، ويخفي مدى ضغط البيع، عبر تجزئة الأمر الكبير إلى سلسلة من أوامر البيع الصغيرة. **مثال آخر:** قد يرغب مستثمر مؤسسي يتطلع إلى شراء أسهم بأقل سعر ممكن في تجنب إصدار أمر شراء كبير يسمح للمتداولين اليوميين، من رؤيته، والبدء بحمي مزايدات تدفع السعر إلى الأعلى. قد يلاحظ التاجر اليومي حجوم بيع مرتفعة عند سعر معين، ومن خلال سجل الأوامر من المستوى الثاني، قد يتبين أن معظم هذه الحجوم تأتي من سلسلة أوامر بيع متماثلة، ومن صانع السوق نفسه. قد يدفع هذا الوضع المتداول اليومي إلى البيع القصير.

يتم تنفيذ الجزء المرئي من الأمر "آيسبرغ" أولاً، بعدها يتم تنفيذ الجزء المخفي على دفعات، بعد أن تصبح الدفعة مرئية في سجل الأوامر، إذ إن لكل جزء من الكمية المرئية طابعه الزمني الجديد Stamp، ورقم تعريفه الجديد ID. بمعنى آخر: يمكن تنفيذ الكمية الإجمالية وفقاً لمبدأ أولوية الزمن/السعر. يجب في حالة هذا النوع من الأوامر تقديم الآتي: هوية المشارك والتاجر، نوع المعاملة: شراء أو بيع، الكمية، أو عدد الأوراق المالية، وتحديد الكمية المرئية في سجل الأوامر، تحديد سجل الأوامر ISN، وعملة التداول ومكانه، طاقة التداول، أي التداول لحساب العميل أو للحساب الخاص، حدود السعر، صلاحية الأمر، بمعنى صالح لليوم أو عند الافتتاح أو الإغلاق، أو صالح حتى تاريخه.

بعد أن استعرضنا بشيء من التفصيل أهم وأكثر الأوامر شيوعاً، نقدم في ما يأتي مجموعة من الأوامر الأقل أهمية، وباختصار:

### الأمر الفوري Fill or Kill Order

بموجب هذا النوع من الأوامر، يجب أن ينفذ الأمر فوراً، بمجرد تسلمه، وبالسعر الأفضل الجاري حينئذ وإلا عدّ لاغياً كله.

### الأمر المفتوح Open Order or Good till Cancelled

وهو على خلاف الأمر الفوري، أي أن الأمر يبقى ساري المفعول إلى أن ينفذ أو يتم إلغاؤه من قبل المستثمر.

### الأمر الحر أو المطلق Discretionary Order

في هذا النوع، وهو نادراً ما يطبق، يكون للوسيط حرية مطلقة في تنفيذه في الوقت والسعر الذي يراه مناسباً. الأمر اليومي Day order: يجب تنفيذ الأمر اليومي خلال يوم التداول نفسه الذي تم فيه إصدار الأمر، ومعظم أوامر السوق تكون عادة أوامر يومية.

### أمر نهاية اليوم End of Day Order

هو أمر شراء أو بيع يصدره المستثمر، ويكون مفتوحاً حتى نهاية اليوم فقط. يمكن مقارنة أوامر نهاية اليوم بالأوامر من النوع "صالح لحين الإلغاء" GTC، التي تبقى مفتوحة لمدة زمنية غير محددة. يجب أن يتم التعامل مع أوامر نهاية اليوم بنهاية يوم التداول؛ بغض النظر عن الوقت الذي يتم فيه إصدار الأمر. يتوقف العديد من السماسرة- المتعاملين عن السداد default في نهاية اليوم.

### الأمر المحدد عند الإغلاق Limit-On-Close

هو أمر محدد مخصص للتنفيذ عند إغلاق السوق.

### الأمر الملغى Canceled Order

الأمر الذي تم إلغاؤه هو أمر تم إصداره سابقاً لشراء أو بيع ورقة مالية، جرى إلغاؤه قبل التنفيذ في البورصة. يمكن للمستثمر إلغاء طلب إذا أدخل سعراً أو كمية غير صحيحين، أو لم يعد يرغب في شراء السهم أو بيعه.

### الأمر من النوع "عند أو أفضل" At-Or-Better

يتم تنفيذ الأوامر عند أو أفضل بسعر محدد أو أعلى فقط. إنها مثال على الأمر المحدد، بمعنى تحديد سعر معين يجب الوصول إليه لإجراء المتاجرة.

### أمر التنفيذ الفوري أو الإلغاء Immediate or Cancel Order

الأمر الفوري أو الإلغاء (IOC): هو أمر شراء ورقة مالية أو بيعها، ينفذ كلياً أو جزئياً على الفور، ويلغى أي جزء غير معبأ من الأمر. يعد أمر IOC، واحد من أوامر عدة، يطلق عليها "أوامر الأمد" Duration Orders، يمكن للمستثمرين استخدامها لتحديد المدة التي يظل فيها الأمر نشطاً في السوق، وضمن أية شروط يتم إلغاؤه. تشمل أنواع أوامر الأمد الأخرى الشائعة الاستخدام، الأمر الفوري (FOK) والأمر من النوع "الكل أو لا شيء" (AON) والأمر من النوع "جيد لحين الإلغاء" (GTC). تسمح معظم منصات التداول عبر الإنترنت بوضع أوامر IOC يدوياً، أو برمجتها في استراتيجيات التداول الآلية Automated Trading Strategies.

### أمر "جيد لحين التمديد" (GTEM) Good til extended market

هو نوع من "أوامر الأمد" الذي يمكن للمستثمر إصداره مع سمساره، يحدد مدة بقاء الأمر نشطاً، إذ يظل أمر الشراء أو البيع GTEM مفتوحاً أو قابلاً للتنفيذ طوال اليوم، وهو أمر نشط قبل ساعات التداول وبعدها. يعمل ذلك على توسيع الأمر اليومي النشط خلال ساعات التداول العادية فقط، ويتم إلغاؤه عند انتهاء ساعات العمل هذه.

يتيح الأمر GTEM فعلياً إمكانية ممارسة الأمر في أي وقت، إذ يتم تداول الورقة، طالما كانت معايير الأمر مستوفاة. يكون هذا النوع من الأوامر مصحوباً عادة، بقيود تسعير من مثل: التوقف أو المحدد؛ بسبب التقلب النسبي للسوق الممتد.

### الأمر من النوع "لا تقلل" Do Not Reduce

هو نوع من الأوامر بسعر محدد لا يتم تعديله عندما تعطي الورقة توزيعات نقدية. يمثل شرطاً يجب على المستثمر طلبه عند إصدار أمر من نوع "صالح لحين الإلغاء" GTC بسعر محدد عادة.

الإطار رقم (3-3-2-2). الأوامر من النوع "واحد يلغي الآخر"

الأوامر من النوع "واحد يلغي الآخر" OCO ، و"في حال تم الأمر" If Done

تعرف الأوامر من النوع - "في حال تم الأمر" If Done ، أيضا بالأوامر المشروطة، وهي أوامر مؤلفة من خطوتين، إذ تنشط الخطوة الثانية من الأمر؛ فقط إذا تم استيفاء الخطوة الأولى. الخطوة الأولى- أمر فتح مركز كشرط.

الخطوة الثانية- يتم تنشيطها فقط بعد تنفيذ الأمر الأول، ويمكن أن تكون أمر إيقاف، أمراً محدداً، أو أمراً من نوع "واحد يلغي الآخر" OCO. يتم ترك هذه الأوامر في انتظار تقلبات الأسعار للحصول على السعر المطلوب. ويتيح هذا النوع من الأوامر للمتاجر مزيداً من المرونة والاطمئنان، إذ لا يجب على المتاجر مراقبة الأسواق على مدار الساعة؛ لحماية مركزه، كما يمكن أن يعطي نتائج متعددة؛ لضمان أفضل نتيجة لعملية المتاجرة.

يجمع أمر (OCO) One Cancels the Other أمر إيقاف مع أمر محدد على نظام التداول الآلي.<sup>1</sup> عندما يتم الوصول إلى سعر التوقف أو السعر المحدد وينفذ الأمر، يتم إلغاء الأمر الآخر تلقائياً. يستخدم التجار المتمرسون أوامر OCO، للتخفيف من المخاطر ودخول السوق.

أمر "واحد يلغي الآخر" الملغى One-Cancels-the-Other Canceled Order

يتكون أمر الإلغاء "واحد يلغي الآخر" (OCO) من أمرين تابعين، إذا نفذ أمر واحد، يلغى الآخر على الفور. يمكن للمتاجرين عند حصول الاختراقات breakouts استخدام نوع الأمر هذا. مثال. إذا كان يتم تداول السهم في حدود \$40-60، يمكن للمتداول أن يصدر أمراً من نوع OCO، مع حد شراء أعلى من نطاق التداول، وحداً للبيع أقل بقليل من نطاق التداول. إذا حصل الاختراق في اتجاه صعودي، ينفذ أمر الشراء، ويلغى أمر البيع. على العكس من ذلك؛ إذا كان السعر يتحرك تحت نطاق التداول؛ يتم تنفيذ أمر البيع، ويتم إزالة أمر الشراء. يساعد هذا النوع من الأوامر في تقليل المخاطر، عن طريق ضمان إلغاء الأوامر غير المرغوب فيها تلقائياً.

<sup>1</sup>. مفلح هزاع وكنجو كنجو، مرجع سبق ذكره، ص-219.

i

### أمر الشركة Firm Order

يمكن الإشارة إلى أمر الشركة على أنه أمر متاجرة من حساب السمسرة الخاص، أو أمر يبقى مفتوحاً من قبل مستثمر. ويوجد عموماً، نوعان من أوامر الشركات التي يمكن مواجهتها في عالم التداول، وأمر السمسرة الخاصة وأوامر الشركة العميل.

#### أوامر السمسرة الخاصة

أمر السمسرة الخاص هو: أمر لشراء أو بيع ورقة مالية لحساب داخلي لشركة السمسرة. يجوز لشركة السمسرة، استخدام أوامر الشركة لوضع التداولات على الحسابات المرتبطة بإقراض الهامش، أو إقراض الأوراق المالية. قد يختارون التداول أيضاً في محفظة لأغراض داخلية أخرى خاصة بالشركة. تتطلب هذه الصفقات أن يكون المتداول مفوضاً بالكامل من قبل شركة السمسرة قبل تنفيذ الصفقة. يتم الاحتفاظ بالأسهم المشتراة بموجب هذا النوع من أوامر الشركة مباشرة بوساطة شركة السمسرة.

#### أمر الشركة العميل Client's Firm Order

قد يشار أيضاً إلى الأمر من شركة سمسرة، على أنه أمر مفتوح، أو أمر "جيد لحين الإلغاء" GTC.



## الفصل الرابع

الهامش السعري، التداول وأساليبه

### Spread, Trading Procedures and Styles

المبحث الأول: هامش الشراء - البيع (النطاق السعري) Bid-Ask Spread

المبحث الثاني: آليات وإجراءات التداول Trading Procedures

المبحث الثالث: أنماط أساليب المتاجرة Types of Trading Styles

## المبحث الأول

### هامش الشراء - البيع (النطاق السعري)

#### Bid-Ask Spread

##### الأهداف التعليمية:

1. توضيح المقصود بالهامش السعري.
2. فهم علاقة الهامش السعري بتكلفة التعاملات والدخول والخروج من الصفقات.
3. معرفة علاقة الهامش السعري بالسيولة وحجوم المتاجرة.

#### 4-1-1 هامش الشراء - البيع (السبريد)

يمثل هامش الشراء - البيع (النطاق السعري) Bid-Ask spread مقدار تجاوز سعر البيع لسعر الشراء. أي بعبارة أخرى: يمثل الفرق بين أعلى سعر يكون المشتري مستعداً لدفعه مقابل أصل ما، وأخفض سعر يكون البائع على استعداد لقبوله. إذاً: فالهامش يمثل الفرق بين سعر العرض والطلب، أو الفرق بين سعر البيع والشراء لأداة مالية معينة.

يحصل التسعير الكامل من خلال سعرين هما: سعر الشراء والبيع. ويشار إلى الفرق بين السعرين بالهامش، ويمثل الهامش، مصدر الدخل الأساسي للسمسار، إذ يحصل على جزء بسيط من الهامش على شكل عمولة مقابل خدماته.

كلما اتسع الهامش زادت تكلفة التعامل للمتاجر، بينما يصبح دخول المتاجرة أو الصفقة أرخص كلما ضاق الهامش. حيث يكون الهامش على العملات التي تتكرر عليها المتاجرة الضخمة ضيقاً، على سبيل المثال، بينما يكون واسعاً على العملات التي لا تشهد استخداماً واسعاً ومتكرراً.

يصبح الهامش مهماً للمتاجرين الذين يكررون عمليات المتاجرة، من مثل: المتاجرين اليوميين (ومنهم تجار المضاربة السريعة Scalpers). ومع ذلك: فإن الهامش يفقد أهميته كلما اتسع الإطار الزمني للمتاجرة.

الهامش = سعر البيع - سعر الشراء

$$S = P_A - P_B$$

يتم قياس الفارق السعري أو الهامش في أسواق العملات (الفوريكس) عن طريق فارق النقاط (تدعى البيب pip، بين سعر الطلب وسعر العرض).

مثال. إذا كان سعر بيع اليورو أو عرضه أمام الدولار الأمريكي هو: \$1.24012، وسعر الشراء أو الطلب \$1.24013، يكون الفارق السعري في هذه الحالة 0.1 نقطة.

BID	Bid-Ask Spread	ASK(OFFER)
سعر الشراء 1.24013	الهامش	سعر البيع 1.24012

### علاقة الهامش السعري بالسيولة

يتكون السوق في الاتجاهين من: أسعار الشراء والبيع، ويمثل الهامش Spread الفرق بين السعرين. كلما كان الهامش السعري أضيق، وحجوم المتاجرة أكبر عند سعري الشراء والبيع، أي كمية الأسهم على كل جانب، زادت سيولة السهم. إضافة إلى ذلك: إذا كان هناك العديد من المشترين والبائعين عند أسعار أعلى وأدنى، يقال: إن السوق فيها عمق جيد Depth. تميل أسواق الأوراق المالية ذات الجودة العالية عموماً إلى توفير هامش سعري ضيقة، وسيولة عالية، وعمق جيد، وبالمثل: فإن الأسهم الفردية من الشركات الكبيرة عالية الجودة تميل إلى أن تكون لها الخصائص نفسها.

إذاً: يدل الهامش على مدى سيولة الأصل المالي، ويمكن أن نعدّ علاقة الهامش بسيولة الأصل عكسية، بمعنى أن سيولة الأصل تزداد كلما قل الفارق، والعكس صحيح. وبما أن السيولة تتفاوت بين أصل مالي وآخر، نجد أن بعض أزواج العملات في أسواق الصرف الأجنبي مثلاً تتميز بفارق سعري أقل من مثيلاتها الأخرى.

عند بناء استراتيجية المتاجرة، يؤخذ بالحسبان، تقلبات الهامش، وتعتمد المضاربة في أسواق المال على المزايا التي يمكن أن تتحقق للمتداول، ولاسيما عند الدخول أو الخروج من المراكز، أو بمعنى آخر تنفيذ المراكز.

## المبحث الثاني آليات وإجراءات المتاجرة Trading Procedures

### الأهداف التعليمية:

1. توضيح المقصود بآليات المتاجرة.
2. فهم آلية عمل أسواق المتعاملين.
3. معرفة آلية عمل أسواق الوكلاء.
4. إدراك الفرق بين آليات عمل الأسواق.

### 4-2-1 آليات المتاجرة

تتدرج آليات التداول المختلفة والمتعددة التي توجد في الأسواق المالية، على وجه التقريب في مجموعتين هما: الأسواق المدفوعة بالسعر (طريقة المفاوضة)، والأسواق المدفوعة بالأمر (طريقة **المزايدة**)، ويظهر عند التدقيق في الأسواق القائمة مباشرة، أن الفصل الصارم بين هذين النوعين هو عبارة عن عملية تبسيط زائدة. إضافة إلى ذلك، فقد أدى التحديث السريع (ولا سيما في مجال تطبيق تكنولوجيا المعلومات) إلى تطورات لم يكن تخيلها ممكناً قبل بضع سنوات؛ مما ترك تأثيره في آليات المتاجرة.

### 4-2-1-1 أسواق المتعاملين أو التجار (الأسواق المدفوعة بالسعر أو بطريقة التفاوض)

#### Price-driven markets

تعرف الأسواق المدفوعة بالسعر أحياناً باسم أسواق المتعاملين أو التجار، وفيها يحدد المتعاملون أسعار الشراء والبيع (الطلب والعرض) التي يكونون فيها على استعداد للشراء أو البيع على التوالي لكميات محددة من الأصول. إذ يتم الإعلان عن أسعار العرض، أي: البيع، وأسعار الطلب، أي: الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، و تمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

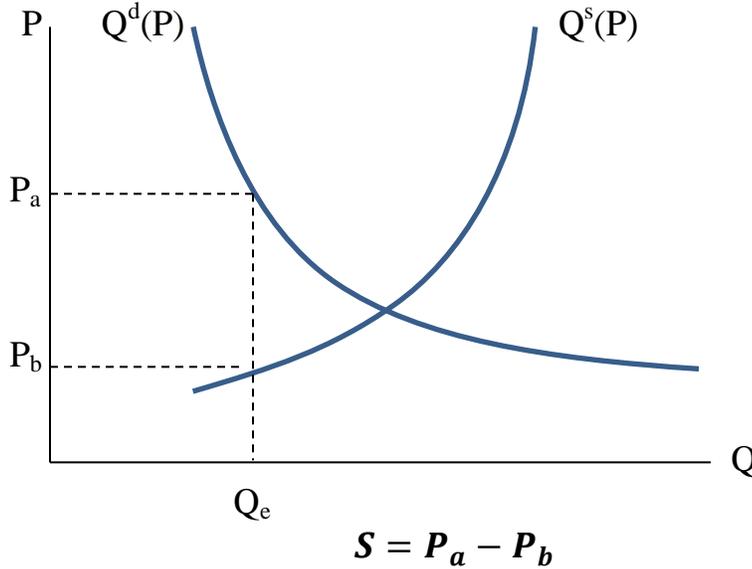
لا تتطلب أسواق المتعاملين أو التجار تنظيمًا رسميًا يذكر، ولكنها تحتاج إلى آليات لإعلان عروض الأسعار، وتنظيم سلوك المتعاملين، وإدارة لتسوية العقود. في أسواق مثل: لندن على غرار ناسداك في نيويورك، تنشر الأسعار باستخدام نظام سوق الأوراق المالية الآلي SEAQ. ويجب على المتعاملين الالتزام

بقواعد السوق مقابل الوصول إلى هذا المرافق أو النظام، والأهم من ذلك هو: الالتزام بالتسعير الصارم بشكل يضمن أن تصل الصفقات إلى كميات محددة.

يوضح الشكل (1-1-1-2-4) عرضاً مبسطاً للعلاقة بين سعر الشراء  $P_b$  وسعر البيع  $P_a$ ، ويقيس المحور الأفقي الكمية،  $Q$ ، من الأصول المتداولة كل فترة. ويوجد للكمية بعد مرتبط بالتدفق، أي: عدد الوحدات لكل وحدة زمنية، ومن ثم فإن دوال الكميات المطلوبة  $Q^d(p)$ ، والكميات المعروضة  $Q^s(p)$ ، تصف قرارات المستثمرين المتعلقة بالمتاجرة بالأصول (شراء أو بيع). وهي تختلف عن دوال الطلب والعرض على السهم، التي تعبر عن تفضيلات الاحتفاظ بالأصل. عندما يتم تداول وحدة من الأصول، يدفع المشتري السعر المطلوب  $p^a$ ، بينما يتلقى البائع سعر البيع  $p^b$ . والاختلاف بين السعرين، يمثل فارق الشراء - البيع الذي يتلقاه المتعامل  $S = p_a - p_b$ .

إن الممارسة الفعلية أكثر تعقيداً مما يظهره الرسم البياني، بسبب أن التجار المختلفين في الأسواق المدفوعة بالسعر غالباً ينشرون فوارق شراء - بيع متباينة، وتجري الصفقات بالتتابع؛ بحيث يعتمد سعر الصفقة المقصودة على حدوث عملية البيع أو الشراء، كما يمكن للتجار أن يتفاوضوا بشأن أسعار خاصة للتعاملات الكبيرة. إضافة إلى ذلك، قد يتعهد المتعاملون بتنفيذ الصفقات عند أعلى سعر شراء، أو أدنى سعر بيع (أي السعر الأكثر ملاءمة للعميل) قد تم نشره حالياً في السوق.

الشكل البياني رقم (1-1-1-2-4). هامش الشراء - البيع وحجم المتاجرة



وعلى الرغم من أنه في العديد من الأسواق يمكن ملاحظة أضيق الفوارق (تعرف في بعض الأسواق باسم: "اللمسة")، إلا أن المتعاملين سيبقوا منخرطين في مفاوضات خاصة مع عملائهم. ومن ثم فإن الفارق الفعلي

في سعر الشراء - البيع يمكن أن يكون أضيق مما يظهر في الأسعار المنشورة (أو ربما أوسع نطاقاً) للتعاملات الكبيرة أو الصغيرة خصوصاً).

يبرز اتجاه متنام نحو أسواق لها وجود افتراضي، حيث تتكون من شبكات حاسوبية، يتم من خلالها إجراء عمليات التداول وتسجيلها إلكترونياً. يطابق نظام التداول الإلكتروني، بين الأوامر تلقائياً، في الزمن الفعلي لوصولها، استناداً إلى أولوية السعر وتوقيت الوصول. تستقر الأوامر القادمة من المشاركين في السوق، في "سجل الأوامر المركزي"، وبمجرد أن يتم تنفيذ الصفقة، سيتم إبلاغ المشارك في البورصة بالمعلومات عن العملية، وفي السياق نفسه، واستناداً إلى المنتج المالي موضوع المتاجرة، يتم نقل معلومات المتاجرة إلى بيت التقاص المخصص للتسجيل والتسوية.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل الثالث: صندوق ضمان التسوية

المادة - 16-

أ- ينشأ في السوق، بقرار يصدر عن مجلس الإدارة، صندوق يسمى: "صندوق ضمان التسوية"، يتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري.

ب- يتولى إدارة الصندوق مدير يعين بقرار من مجلس الإدارة بعد موافقة المجلس.

ج- تكون العضوية فيه إلزامية للوسيط المالي والوسيط لحسابه، وأية جهة أخرى يحددها نظام الصندوق.

د- يهدف الصندوق بصورة خاصة إلى تحقيق الأهداف الآتية:

1- تغطية العجز النقدي لدى عضو الصندوق المشتري للأوراق المالية.

2- تغطية العجز في رصيد الأوراق المالية الذي يظهر لدى عضو الصندوق البائع نتيجة تداول الأوراق المالية في السوق.

هـ- يضع مجلس الإدارة بموافقة المجلس: نظاماً داخلياً تحدد بمقتضاه كيفية إدارة الصندوق، بما في ذلك بدل اشتراكات أعضائه، والانتساب إليه، والالتزامات المترتبة عليهم تجاهه، وإدارة موجوداته، وطريقة عمله، والالتزامات المترتبة عليه لأعضائه، وأحكام تصفيته وإجراءاتها.

و- يخضع الصندوق لرقابة الهيئة، وإشرافها، والتفتيش عليه، والتدقيق على سجلاته.

## 4-2-1-2 أسواق المزادات (الأسواق المدفوعة بالأمر أو بطريقة المزادات) Order-driven markets

تعرف الأسواق التي تحركها الأوامر أحياناً، بإسم أسواق الوكلاء أو المزادات. يتم وفق هذه الطريقة المزايدة على السعر إلى أن يحصل الاتفاق على أحسن عرض للمشتري. ويجري الإعلان عن الأسعار علناً، وينتهي التداول بعقد الصفقة، وتتم التسوية بالتسلم والتسليم الفعليين، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

نمطت أو نمذجت الآليات في الأدبيات الحديثة على أنها "مزادات مزدوجة" يقوم من خلالها المشاركون بإصدار الأوامر للبيع أو الشراء عند السعر المحدد. وعلى وجه أدق، يصدر المشاركون تعليمات بأنه ينبغي اتخاذ إجراءات محددة استجابة لوصول المعلومات التي يمكن التحقق منها علناً، مثل مراقبة الأسعار. ثم يعدّل السعر من قبل "المزايد" حتى يتساوى إجمالي أوامر الشراء مع إجمالي أوامر للبيع.

تقترب آلية سوق تثبيت الذهب في لندن من عملية التكييف. إذ يجتمع خمسة من تجار السبائك في غرفة تثبيت روتشيلد مرتين كل يوم عمل. ويرأس ممثل بنك روتشيلد الاجتماع، ويعلن سعر البداية. وبعد التشاور مع مكاتبهم عن طريق الهاتف؛ فإن المتعاملين يبلغون عن صافي مشترياتهم أو مبيعاتهم عند السعر المعلن. يجمع الرئيس الردود، وإذا لم تتوازن الصفقات المقدمة، يعلن عن سعر جديد. وهكذا تستمر العملية حتى يرسل كل تاجر قبوله بالسعر المعلن عن طريق خفض علم صغير على الطاولة.

يعطي تحديد سعر الذهب في سوق لندن مثالا لآلية سوق المزادات. وتكون أسواق المزادات منفصلة أو دورية، بمعنى أن السعر يتحدد في أوقات محددة، وتستخدم المزادات، على نطاق واسع في الإصدارات الجديدة للديون الحكومية (مثل أوراق الحكومة البريطانية وأذونات وسندات الخزنة الأمريكية)، وأحياناً الاكتتاب العام الأولي (IPOs) (مثل شركة غوغل في عام 2004)، ويميل سوق المزادات كآلية في أسواق الأسهم الثانوية إلى الزوال، على الرغم من أنه كان يعمل في بورصة باريس حتى أواخر الثمانينات. تميل أنظمة التداول المستمر للأوراق المالية في السنوات الأخيرة، إلى الحلول مكان أسواق المزادات.

يقوم عامة المستثمرين، أو المستثمرون العموميون في أسواق المزادات المستمرة بتوجيه الأوامر (تعليماتهم) إلى الوسطاء، ويطلبون منهم الشراء أو البيع، وربما يتوقف ذلك على الملاحظات التي يقدمها الوسيط عند تنفيذ الأمر.

ويوجد العديد من أنواع الأوامر المختلفة، والأكثر شهرة هي:

1) الأوامر المحدودة limit orders أي: تحديد الشراء أو البيع عند أعلى سعر شراء، أو أدنى سعر

بيع على التوالي.

(2) أوامر السوق market orders، بمعنى تحديد البيع أو الشراء بأفضل سعر متاح. يعرف كلا النوعين السابقين بالأوامر العامة public orders؛ لأنها تأتي من خارج البورصة. يتم إدراج الأوامر المحدودة المتعامل بها عموماً في سجل، أو كتاب الأوامر المحدودة. ويفرض وجود سجل، أو كتاب الأوامر المحدودة عنصراً من الآلية في المطابقة بين التعاملات أو الصفقات، ومع ذلك؛ ففي الواقع العملي لا يزال يوجد بعض التقدير، لا سيما في تحديد أولوية الأوامر. ويجري إدخال نظم تنفيذ التجارة الآلية في الأسواق المالية استجابة للفرص التي تتيحها تكنولوجيا المعلومات الحديثة. ومن الأمثلة على ذلك خدمة التداول الإلكتروني للأوراق المالية (سيتس) التي أطلقت في بورصة لندن في تشرين الأول / أكتوبر 1997.

ويوجد متخصصون في العديد من الأسواق مثل بورصة نيويورك NYSE (التي بقيت إلى فترة قريبة تعمل بالآلية هجينة، إذ يبدأ فيها يوم التداول بسوق مناداة لتحديد أسعار الافتتاح، بعد ذلك يصبح التداول مستمراً)، ويلزم المتخصصون بشراء أسهم محددة وبيعها، ويمكنهم التعامل لحسابهم الخاص، ويؤدي وجودهم إلى ضمان توفر سعر دائم يمكن لعامة المستثمرين التداول عنده. تعمل بعض الأسواق عادة، لاسيما في ما يتعلق بالعقود الآجلة، وفق نظام المناداة المفتوح، إذ ينادي تجار الصالة بالأوامر، ويتم التواصل فيما بينهم في صالة التداول باستخدام إشارات يد معقدة، مثال ذلك: مجلس شيكاغو للتجارة CBOT. وقد شكل تطور تكنولوجيا المعلومات وما ترتب على ذلك من انتشار آليات التداول الإلكتروني تحدياً لهيمنة نظم المناداة المفتوحة. ويأتي الدفاع عن نظام المناداة المفتوح من الأسواق التي تستخدم ذلك النظام؛ بسبب الخوف من الخسارة من قبل أعضاء السوق بنتيجة تعميم المتاجرة الإلكترونية، أو لأن المناداة المفتوحة تقدم فعلاً خدمة أفضل لعامة المستثمرين، ولكن تبقى هذه المسألة من دون حل.

عندما يكون موضوع المتاجرة غير متجانس بشكل أكبر مما هو في الأسواق عالية التنظيم، يميل السماسرة إلى تأدية دور نشط في المطابقة بين المشتري والبائعين. بعد استلام أمر الشراء أو البيع، يبحث السماسر عن مستثمر لترتيب اتفاق معه. ومن الأمثلة على هذه الأسواق الموازية:

- (أ) العقارات (عدد قليل من الممتلكات المتجانسة مع غيرها).
- (ب) السندات (شروط السداد قد تكون لها سمات خاصة).
- (ج) التداول في الأسهم على شكل بلوكات (قد تختلف البلوكات في عدد الأسهم التي تتكون منها، على الرغم من أن الأسهم المقومة متجانسة).

#### 4-2-1-3 الفرق بين الأسواق المدفوعة بالأسعار والمدفوعة بالأوامر

يكمن الاختلاف بين كلا نظامي السوق في ما يتم عرضه في السوق من حيث الأوامر، وأسعار البيع والشراء. يعرض السوق الذي يحركه الأمر كل أسعار البيع والشراء؛ في حين يركز السوق المدفوع بالسعر فقط على أسعار بيع صانعي السوق وشرائهم، والأطراف المعنية الأخرى.

السوق الذي يحركه الأمر هو: السوق الذي يتم فيه عرض أوامر كل من المشتريين والبائعين، مع تفصيل السعر الذي يرغبون عنده في شراء ورقة مالية أو بيعها، وكمية الأوراق التي يرغبون في شرائها أو بيعها، بهذا السعر. وإذا قام أحدهم بإصدار أمر للحصول على 100 سهم من أسهم ABC بسعر 30 دولارًا للسهم، سيتم عرض الأمر في السوق، ويمكن أن يراه من يمكنه الوصول إلى هذا المستوى من المعلومات. إن أكبر ميزة لهذا النظام هي شفافيته؛ فهو يبين بوضوح جميع أوامر السوق، والسعر الذي يرغب المتاجرون عنده بالشراء أو البيع. غير أنه في السوق التي يحركها الأمر لا يوجد أي ضمان لتنفيذ الأمر، بينما في السوق التي يحركها السعر، يوجد مثل هذا الضمان.

يتم في الجدول أدناه عرض جميع أوامر البيع والشراء الخاصة بأسهم ABC الافتراضية التي تبين سعر الأمر وحجمه؛ لذلك ووفقًا لما نراه في الجدول، يمكن لمتاجر ما أن يدخل السوق ويشتري 59,100 سهم مقابل 42.65 دولار للسهم.

أوامر بيع		أوامر شراء	
السعر	الأسهم	السعر	الأسهم
42,65	59,100	42,64	134,084
42,66	184,969	42,63	477,634
42,67	185,682	42,62	387,190
42,68	372,964	42,61	190,780
42,69	300,630	42,60	250,441
42,70	162,506	42,59	252,286
445	أوامر بيع	526	أوامر شراء

يعرض السوق الذي يحركه السعر فقط أسعار صانع السوق، والمتعاملين، أو المتخصصين المعنيين. سيقوم صناع السوق بنشر سعر العرض والطلب؛ الذي هم على استعداد لقبوله في ذلك الوقت.

لن يتم في هذا السوق عرض الأمر على 100 سهم من أسهم ABC بسعر 30 دولارًا للسهم مثلاً ومع ذلك، إذا كان هناك صانع سوق واحد على السهم؛ فسوف يعلن سعر الشراء على سبيل المثال، 29.50

دولاراً، والبيع 30.50 دولاراً، وهذا كل ما سيتم عرضه في السوق، ما لم يكن هناك أكثر من صانع سوق، وفي هذه الحالة يمكن مشاهدة أكثر من سعر عرض أو طلب.

يعني ما سبق قوله: إنه يمكن شراء أسهم ABC بسعر 30.50 دولاراً والبيع بسعر 29.50 دولاراً. ولكن أسعار الشراء والبيع تتغير باستمرار حسب العرض والطلب في السوق.

على الرغم من أن الأوامر الفردية لا تُرى في سوق يحركها السعر؛ فإن صانع السوق إما أن يملأ أمر المتاجر من مخزونه الخاص، أو يطابقه بأمر آخر. تتمثل الميزة الرئيسية لهذا النوع من السوق في السيولة التي يقدمها، إذ يجب على صناع السوق تلبية الأوامر بأسعارهم المعروضة، إما شراءً أو بيعاً. يتمثل العيب الرئيس في السوق التي يحركها السعر، على عكس السوق الذي يحركه الأمر، في أنه يفتقر إلى الشفافية. ويوجد أسواق تجمع بين الخصائص المميزة للنظامين لتكوين أنظمة هجينة. قد يقدم السوق على سبيل المثال عرض أسعار صانع السوق للشراء والبيع الحالية، ولكنه يسمح أيضاً للمتاجرين بمشاهدة جميع الأوامر المحدودة في السوق.

### تنفيذ الأمر

عندما يقوم المستثمر بالمتاجرة، سواء أكان ذلك عبر الإنترنت أم عبر الهاتف، ينتقل الأمر إلى سمسار. يبحث السمسار بعد ذلك عن حجم، ومدى توافر، إمكانية تنفيذ الأمر؛ لتحديد المسار الذي يعد أفضل طريقة للتنفيذ.

يمكن للسمسار محاولة تنفيذ الأمر بطرائق عدة، منها الآتية:

- **أمر إلى قاعة التداول:** فيما يتعلق بالأسهم المتداولة في البورصات مثل بورصة نيويورك للأوراق المالية (NYSE)، يمكن للسمسار توجيه الأمر إلى سمسار الصالة، أو إلى **بورصة إقليمية**. وتدفع البورصات الإقليمية في بعض الحالات رسوماً مقابل الامتياز لتنفيذ أمر السمسار، والمعروف باسم: الدفع مقابل تسيير الأمر، ونظرًا لأن الأمر يمر بأيدي بشر؛ فقد يستغرق الأمر سمسار الصالة بعض الوقت للوصول إلى الأمر وتنفيذه.
- **أمر إلى صانع سوق ثالثي:** يمكن لشركة السمسرة المالية توجيه الأمر إلى ما يسمى: صانع السوق الثالثي، ويرجح أن يتلقى صانع السوق الثالثي الأمر في حال:
  - أ. الإغراء من خلال حافظ ما.
  - ب. لا يكون السمسار، شركة عضو في البورصة التي يتم فيها توجيه الأمر.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل الثاني: سوق دمشق للأوراق المالية

المادة - 7 -

أ - يتم التداول بالأوراق المالية في السوق بموجب عقود تداول تيرم بين الوسطاء الأعضاء، تدوّن في سجلات السوق، وتتم لحساب هؤلاء الوسطاء أو لحساب عملائهم وفقاً لأنظمة السوق الداخلية وتعليماتها.  
ب- تكون القيود المدوّنة في سجلات السوق وحساباتها، سواءً أكانت خطية أم إلكترونية، وأي وثائق صادرة عنها دليلاً قانونياً على تداول الأوراق المالية المبيّنة فيها بتاريخ تلك السجلات أو الحسابات أو الوثائق ما لم يثبت عكس ذلك.

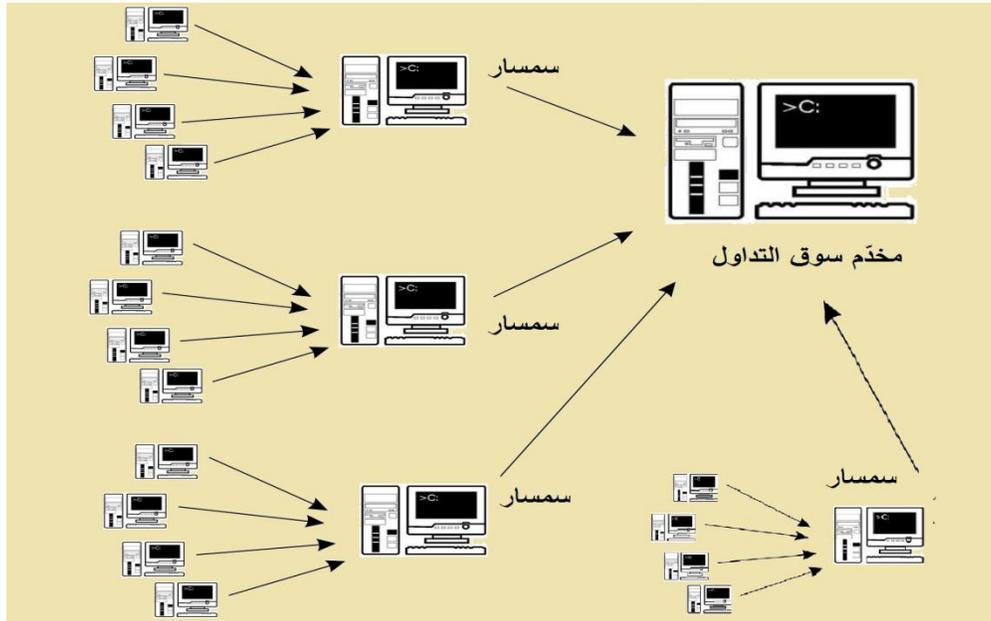
ج- في ما يتعلق بتداول أسهم الشركات المساهمة التي لا تنطبق عليها شروط الإدراج الخاصة بأحد السوقين النظامية أو الموازية، فيتم في مجلس مؤلّف من المتعاقدين أو ممثليهما أمام مرجع رسمي مختص، أو أمام مندوب الشركة ذات العلاقة وفقاً لأحكام المادة /145/ من قانون التجارة النافذ.

#### 4-1-2-4 آليات المتاجرة الإلكترونية

أدى تطوير تكنولوجيا المعلومات في أواخر القرن العشرين إلى نوع جديد من التداول الإلكتروني، الذي حل محل أكثر الأسواق تقليدية، إذ يتم التداول في مكان محدد. ونجم عن ذلك، تحديد جديد للوائح والنظم المالية، التي اعترفت بهذه التداولات الجديدة، مثل: مرفق التداول متعدد الأطراف في أوروبا Multilateral trading، ونظام التداول البديل في الولايات المتحدة Alternative trading system. بدأ منظمو الأسواق باستخدام مصطلح مكان التداول؛ لوصف التعريف الأوسع، الذي يشمل كلا من التداولات التقليدية والإلكترونية.

يقوم عدد هائل من المستثمرين الأفراد يومياً بالمتاجرة. إذ إنهم، بعد فتح حساب التداول وحساب "الديمات" DEMAT من خلال سمسار، يقومون بالاتصال بمنصة التداول Trading Platform الخاصة بهم. يتصل السمسار بمخّدم البورصة؛ بحيث يرتبط جميع التجار إلى مخّدم واحد، مخّدم السوق، كما في الرسم التوضيحي رقم (1-4-1-2-4). يمكن للمتداول الآن الشراء أو البيع عبر الشبكة.

الرسم التوضيحي رقم (1-4-1-2-4). آلية المتاجرة الإلكترونية



## منصة التداول

### Trading Platform

تمثل منصة التداول برنامجاً يستخدم لفتح مراكز سوقية market positions، وإغلاقها، وإدارتها من خلال وسيط مالي. تعرض منصات التداول عبر الإنترنت بشكل متكرر من قبل السماسرة، إما مجاناً أو بسعر خصم، مقابل الحفاظ على حساب ممول، أو إجراء عدد محدد من الصفقات شهرياً. تمكن منصة التداول المستثمرين والتجاء، من القيام بالتداول ومراقبة الحسابات من خلال الوسطاء الماليين. تأتي منصات التداول في كثير من الأحيان مرفقة بميزات أخرى مثل: عروض الأسعار في الزمن الفعلي، وأدوات الرسوم والأشكال البيانية، وموجز الأخبار، وكذلك الأبحاث المتميزة. يمكن تصميم المنصات المخصصة أيضاً لأسواق محددة، مثل الأسهم، والعملات، والخيارات، أو أسواق العقود المستقبلية.

يوجد نوعان من منصات التداول، هي الآتية:

(1) منصات الدعم prop platforms،

(2) المنصات التجارية commercial platforms.

تعد منصات الدعم منصات مخصصة أو معدة لتناسب متطلبات التداول الخاص بشركات السمسرة الكبيرة وأسلوبه، إذ طورت بوساطتهم.

تستهدف المنصات التجارية: التجار اليوميين day traders، ومستثمري التجزئة أو الأفراد retail investors. تتميز هذه المنصات: بسهولة الاستخدام، ومجموعة متنوعة من الميزات مثل: مواجز الأخبار، والرسوم البيانية: لتعليم المستثمر وللقيام بالأبحاث.

يجب على التجار والمستثمرين عند الاختيار بين منصات التداول أخذ الرسوم المفروضة والميزات المتاحة بالحسبان. قد يحتاج المتداول اليومي وغيره من متاجري الأجل القصير إلى توفر خصائص معينة في منصة التداول مثل: عروض الأسعار من المستوى الثاني Level 2 quotes، ورسوم توضح العمق الذي يمكن أن يؤمنه صانع السوق؛ مما يساعد في اتخاذ القرارات، بينما قد يحتاج تجار الخيارات options traders إلى أدوات مصممة خصيصاً لعرض استراتيجيات المتاجرة بالخيارات.

i

المستوى 2 من أسعار الأسهم

يظهر المستوى 2 من أسعار الأسهم Level 2 stock quotes سجل الأوامر على سهم معين كاملاً، أو يعرض حركة السعر. بناء عليه؛ فإن هذا المستوى يمثل في الأساس قائمة مرتبة، على الشكل الآتي: أفضل عرض وطلب سعري يقدمه المشاركون في السوق، أو أكثر قليلاً. تقدم أسعار المستوى الثاني رؤية تفصيلية لحركة سعر الورقة المالية بما في ذلك عمق السوق. يتم في بعض منصات التداول تضمين بيانات التداول من المستوى الثاني مجاناً، إذا قام المتداول بإجراء عدد من عمليات التداول (التداول الواحد = عملية شراء أو بيع)، أو عدد من طلبات التداول الدائري round (100 أو مضاعفاتها). يبين عروض الأسعار من المستوى 2 أعلى سعر شراء وحجم الأمر، وأدنى سعر بيع وحجم الأمر، وصانعي السوق والمشاركين الآخرين في السوق.

i

عمق السوق Depth of Market

يوفر مقياس عمق السوق مؤشراً على السيولة والعمق على ورقة مالية ما أو عملة محددة. كلما زاد عدد أوامر البيع والشراء عند كل مستوى سعري زاد عمق السوق. تتوفر هذه البيانات من معظم الأسواق، وتكون مجانية غالباً، غير أنها أحياناً تكون مقابل رسوم. يعرض عمق السوق معلومات عن الأسعار التي يكون المتاجرون عندها على استعداد لشراء الأداة المعنية ممثلة برمز تداول معين trading symbol وبيعها، في لحظة زمنية معينة. يطلق على بيانات عمق السوق، وهي بيانات المستوى الثاني أيضاً، عمق السوق: Depth of Market، أو اختصاراً DOM، وسجل الأوامر، إذ إنه يعرض الأوامر المعلقة على الأداة المعنية. إن عمق السوق هو قدرة السوق على تحمل أوامر السوق الكبيرة نسبياً، من دون التأثير على سعر الورقة المالية المعنية. يأخذ عمق السوق في الحسبان، المستوى الكلي والاتساع للأوامر المفتوحة، ويشير عادة إلى التداول على ورقة مالية واحدة.

## 4-2-2 إجراءات التداول

### Trading Procedures

إن معظم البورصات عبارة عن: أسواق مزادات Auction Markets يتم فيها تحديد الأسعار من خلال عروض تنافسية، ويكون المزاد مستمراً، في الأسواق الكبيرة النشطة طوال جلسة التداول يومياً، وعلى أية ورقة يتوفر الاهتمام بها.

ويحدث في الأسواق الأصغر أن يتم تقديم أسماء الأسهم المدرجة بشيء من التناوب، بحيث يتم المزاد عليها، وتوصف هذه العملية بسوق المناداة Call Market.

تتشابه طرائق التداول Trading Methods أو أساليبها عادة، في بورصات بلد ما. وإذا أردنا وصف صفقة نمطية على أوراق مالية مدرجة في بورصة نيويورك مثلاً؛ فإن الأمر على الشكل الآتي: يصدر العميل أو الزبون أمراً Order لموظف في فرع أو مكتب مراسل لشركة سمسة عضو في البورصة، ينقله إما بشكل غير مباشر من خلال مكتب الشركة، أو مباشرة إلى موظف استقبال Receiving Clerk كما أصبح شائعاً في بعض الأسواق على أرضية أو قاعة التداول. يقوم موظف الاستلام باستدعاء سمسار قاعة أو أرضية التداول التابع للشركة؛ الذي يتولى الطلب، ويتجه إلى المنصة التي يتم تداول الأسهم فيها، ويشارك في إجراء مزاد إما كمشتري أو كبائع. إذا لم يكن الأمر أمراً سوقياً Market Order يتطلب إجراءً فورياً، يسلمه السمسار إلى المتخصص المناسب Specialist للتنفيذ عند الوصول إلى السعر المحدد، وذلك في معاملة نموذجية للأوراق المالية المدرجة في بورصة نيويورك للأوراق المالية.

#### الرسم التوضيحي رقم (4-2-2-1). إجراءات المتاجرة



كما هو الحال في أي سوق مزاد، فإن الأوراق المالية تباع للسمسار الذي يقدم أعلى سعر، وتشتري من السمسار الذي يقدم أقل سعر، وإذ إن السوق مستمر، يتنافس فيه المشترون والبائعون باستمرار مع بعضهم. يؤدي المتخصص في بعض البورصات دوراً مهماً؛ فهو بصفته رئيساً Principal يتحمل مسؤولية البيع والشراء لحسابه الخاص، ومن ثم توفير تأثير استقرار، ويمثل بصفته وكيلاً، سمسرة آخرين على كلا جانبي السوق عندما يكون لديهم أوامر بأسعار لا يمكن تنفيذها بسهولة.

مع تزايد الطلب المؤسسي ازدادت حجوم الأوامر على الأسهم، من شركات التأمين، وصناديق الاستثمار المشتركة، وصناديق المعاشات التقاعدية، وما إلى ذلك، وكانت الطريقة الشائعة للتعامل مع الحزم أو البلوكات الكبيرة big blocks على أرضية البورصة بتقسيمها إلى أوامر أصغر، تنفذ على مدى فترة زمنية، وتتمثل الطريقة الأخرى في تجميع الأوامر المتطابقة مقدماً ومن ثم تمريرها، وتنفيذ عملية الشراء أو البيع بالأسعار الحالية وفقاً للقواعد المقررة. ويمكن أن يكون السمسار قد حصل على أوامر متطابقة منذ البداية، ويفترض في مثل هذه الحال أن يتم التفاوض بشأن بعض جوانب الصفقة بدلاً من أن تعامل كصفقة مزاد خالص. إن ماسبق ذكره هو مجرد خطوة باتجاه تحديد المركز بالنسبة للحزمة التي هي موضوع المتاجرة. يعمل السمسار في هذه الحال كمدير Principal، ويقوم فعلياً بشراء الحزمة من البائع، ويوزع الأوراق المالية على مدار فترة زمنية. عندما لا يغدو أي من الطرائق المذكورة أعلاه ممكناً، تسمح السوق بإجراءات خاصة معينة (الإطار أدناه).

#### الإطار رقم (4-2-2-1). التوزيع الثانوي Secondary Distribution

التوزيع الأولي هو: البيع الأصلي للإصدار الجديد من قبل الشركة المصدرة إلى المستثمرين / المساهمين. يتم إرسال عوائد التوزيع الأولي مباشرة إلى الشركة المصدرة، ويشار أحياناً إلى هذا التوزيع باسم: "العرض الأولي" أيضاً. ويشير "التوزيع الثانوي" على عكس التوزيع الأولي، إلى عرض مسجل لكتلة كبيرة من سهم مصدر سابقاً، من قبل الحامل الحالي لذلك السهم. تذهب عوائد التوزيع الثانوي إلى البائع، وليس إلى الشركة المصدرة، ولا يمثل التوزيع الثانوي للأسهم أية إضافة إلى عدد الأسهم القائمة. يشبه التوزيع الثانوي secondary distribution للأسهم، الاكتتاب على الإصدارات الجديدة، إذ يتم التعامل مع الحزمة من قبل مجموعة بيعية خارج البورصة بعد ساعات التداول، بسعر تنظمه البورصة. تقوم الشركة العضو في ما يمكن تسميته أيضاً: "توزيع السوق" exchange distribution، بتجميع أوامر الشراء الضرورية، ثم تمررها إلى قاعة التداول. يتم تمييز هذا عن "التمرير" العادي Cross، لأن السمسار البائع قد يقدم تعويضاً إضافياً لممثليه المسجلين وللشركات المشاركة الأخرى. يمثل العرض الخاص special offering عرضاً لحزمة، من خلال التسهيلات التي تقدمها البورصة؛ بسعر لا يتجاوز البيع الأخير أو العرض الحالي، أيهما أقل، ولكن ليس أقل من العرض الحالي، ما لم يتم الحصول على إذن خاص. تومض عبارة العرض على الشريط، ويوافق العارض على دفع عمولة خاصة. يسمح متخصص لشراء الحزم بشراء الحزمة خارج السوق المعتاد بسعر يقل إلى حد ما عن سعر الشراء الحالي Bid.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل الثاني: سوق دمشق للأوراق المالية

المادة - 10 -

يتولى مجلس إدارة السوق القيام بمهامه وصلاحياته بإشراف مجلس مفوضي الهيئة، ومنها:

(2) مراقبة أعمال السوق من أجل حماية مصالح المستثمرين المتعاملين، والتأكد من أن التعامل يتم على أسس سليمة وعادلة، وله حق تعليق إدراج أية ورقة مالية في الحالات التي يراها ضرورية لحماية مصالح المستثمرين، مع إعلام الهيئة عن ذلك.

(3) عدم السماح ببيع الورقة المالية التي تم شراؤها في اليوم نفسه.

(4) الاقتراح على مجلس المفوضين تحديد الحد الأعلى لارتفاع قيمة الورقة المالية، والحد الأدنى لانخفاضها في اليوم الواحد.

(5) الاقتراح على الهيئة وقف التداول في السوق لمدة يوم واحد.

(6) الإشراف على توفير المعلومات ونشرها، والبيانات الكافية وبالسرية اللازمة عن تداول الأوراق المالية والتحقق من سلامتها ودقتها ووضوحها.

(7) تحديد أيام التداول وساعاته في السوق وفقاً للظروف المناسبة.

(10) وضع القواعد المنظمة للاستعانة بالخبراء اللازمين لحسن أداء السوق.

(12) قبول الأعضاء في السوق.

## المبحث الثالث

### أنماط أساليب المتاجرة

### Types of Trading Styles

الأهداف التعليمية:

1. التعرف إلى أنماط المتاجرة.

2. إدراك الفروقات بين أساليب المتاجرة ومزايا كل منها وعيوبها.

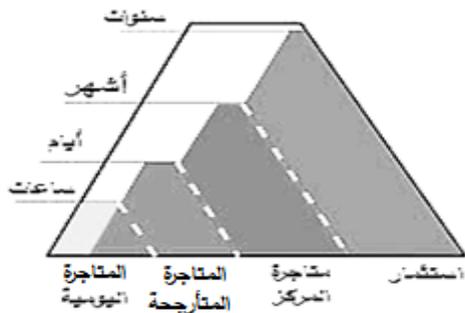
3. فهم أسلوب المتاجرة المركب ارتباطاً بنوع السوق وشخصية المتعامل.

#### 1-3-4 أنماط المتاجرة

#### types of trading

نعرض في هذا المبحث، مبكراً لأنماط المتاجرة التي نصادفها في الأسواق اليوم، على أن تكتمل الصورة للطالب في القسم الثالث من هذا الكتاب، بعد أن يتعرف إلى التحليل الأساسي والفني وفرضية السوق الكفوءة. تتباين أنماط المتاجرة، بين قصيرة الأجل، مثل: التداول اليومي Day Trading، والمتاجرة طويلة الأجل، كما هو حال المتاجرة بأن يأخذ المتاجر مركزاً Position Trade؟

يدعي المتاجرون من كلا الفئتين أن أسلوبهم في المتاجرة يحقق أكبر قدر من الأرباح. ويقدم أولئك حججاً عديدة عادة، وقد تكون مقنعة تبرر اتباعهم هذا الأسلوب أو ذلك. إذن: فما الحقيقة؟ هل يحتمل أن يحقق التداول اليومي ربحاً أكبر، أو التداول على أساس المركز؟ هل الأفضل أن يدخل المتاجر السوق ويخرج منه، بمعنى توقيت الدخول والخروج، أو أن يقوم بالمتاجرة والالتزام بوضع أطول؟ يمكننا تمييز أنماط عديدة من أساليب التداول التي يتبعها متاجرو الأجل القصير، ومستخدمو التحليل الفني. وعندما يتعلق الأمر بفئة المستثمرين يتغير نمط المتاجرة إلى الدخول في مراكز، أو الشراء والاحتفاظ Buy and Hold. إذن: ما الفرق بين مختلف أنماط المتاجرة؟ نتناول في ما يأتي أكثر هذه الأنماط شيوعاً، مع التركيز على القصيرة والمتوسطة الأجل، وهي الآتية:



(1) التداول اليومي Day trading.

(2) التداول المتأرجح Swing trading.

(3) تداول المراكز Position trading.

(4) المضاربة السريعة Scalping.

(5) تداول الزخم Momentum trading.

الرسم التوضيحي رقم (1-1-3-4). أنماط المتاجرة

الإحتفاظ بمركز لأيام عدة	الإحتفاظ بمركز لأسابيع عدة	الإحتفاظ بمركز لسنوات عدة
<p>SWING TRADING TREND LINES</p>	<p>AMZN Amazon.com, Inc. Nasdaq:AMZN 30-Sep-2018 Open 763.46 High 780.00 Low 748.28 Close 749.87 Volume 13.2M Chg -10.72 (-1.41%) AMZN (Weekly) 749.87 (30 Dec)</p> <p>The Long-Term View</p>	
المتاجرة المتأرجحة (التأرجح)	المتاجرة بالدخول في مركز	المستثمر

المركز: دقائق أو ثوان	الإحتفاظ بمركز ليوم أو أقل	المركز: ساعات أو أيام
<p>5-8-13 Bar SMAs</p>	<p>Buy here</p>	<p>Only to have the stock reverse later.</p> <p>Shorted Momentum</p>
المضاربة السريعة	التداول اليومي	تداول الزخم

### 4-3-1-1 المتاجرة اليومية Day Trading

تعني المتاجرة اليومية: فتح المراكز وإغلاقها في اليوم نفسه، أي بيع الأدوات المالية وشراؤها خلال اليوم الواحد نفسه مرةً أو مرات عدة. تتأتى ميزة التداول اليومي من أن المتعامل لا يحتفظ لليلة واحدة بأي مركز، من ثم لا يقلق بشأن مستوى أداء تجارته. عدا عن ذلك، يعرف المتعامل الوضع الذي هو فيه نهاية كل يوم، ربحاً كان أو خسارة، أو في وضع التعادل. يتمثل عيب التداول اليومي في أن المتعامل يجد نفسه مضطراً للبحث عن صفقة جديدة يومياً، وهذا الأمر قد يكون شاقاً، إضافة إلى ذلك، يعني إغلاق الصفقات نهاية كل يوم أن المتعامل قد يفوت على نفسه الفرصة التي تقدمها بعض التحركات الكبيرة، إذ يمكن له أن يضاعف أرباحه لو كان قد ترك مركزه قائماً. ويمكن أن يحصل العكس بالطبع؛ فقد يتغير السعر ضد المتعامل؛ مما يؤدي إلى فقدان كل ما حققه من أرباح طوال النهار على الصفقة التي كان سيتركها لو أغلق مركزه في نهاية اليوم.



i

التداول اليومي

يقوم المتداول اليومي بفتح مراكز شراء أو بيع في اليوم نفسه وإغلاقها. هذا الصنف من المتداولين يستطيعون تحقيق عائد جيد عند استعمال أكبر رافعة مالية متاحة مقارنة برأس المال، ومن ثم يستفيد المتداول من تذبذبات الأسعار التي تطرأ على أكثر الأدوات المالية سيولة. يمكن التداول اليومي كاستراتيجية، من تجنب دفع تكاليف ابقاء الصفقة مفتوحة أثناء الليل أو ما يعرف بـ: "عمولات التثبيت"، لأن المتداول اليومي يقوم بإغلاق الصفقة في اليوم نفسه.

يحوي التداول اليومي مخاطرة، وينتظر مكافآت عالية، من ثم يحتاج المتداول، الذي يطبق هذه الاستراتيجية، ضمان تفصيلين اثنين مهمين في نمط التداول اليومي، وهما السيولة، وتقلب الأسعار.

تتيح السيولة المتوفرة في الأسواق للمتداول للدخول في السهم أو الأداة المالية، والخروج منها عند السعر الأمثل؛ فكيف يتم ذلك؟ بأن يأخذ المتعامل بحسابه، الفارق بين سعر الشراء والبيع، أو الهامش، أو بأن يتنبه على "فارق النقاط"، ومن ثم فإن من شأن ذلك تخفيض التكلفة عند الهامش الضيق.

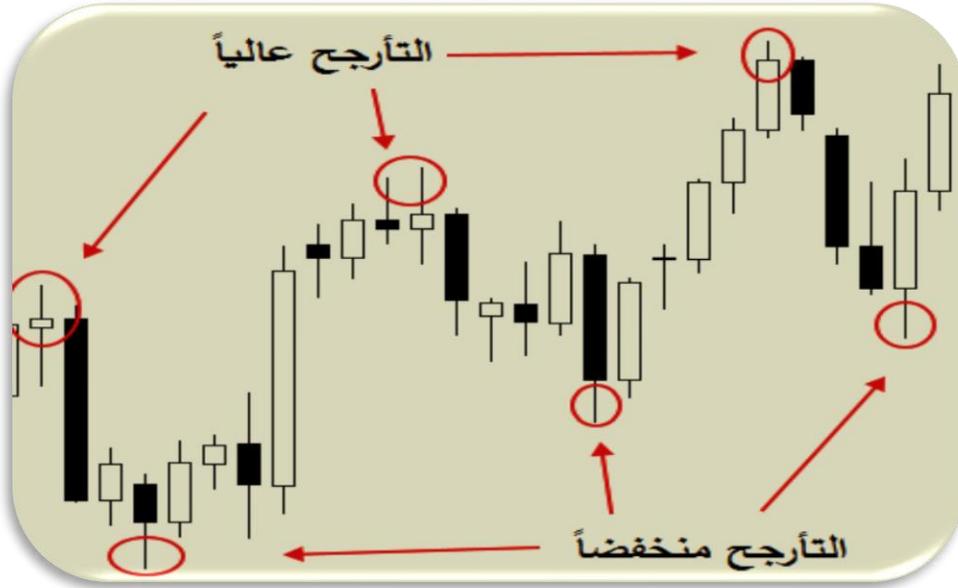
يقاس تقلب الأسعار بحسب الهامش السعري اليومي المتوقع (ساعات التداول المتاحة خلال يوم واحد). فكلما كان تقلب الأسعار عالياً، فإن الأرباح المحتملة ستكون أكبر ونسبة الخسارة أيضاً.

إن استعمال التقنيات الآتية، من شأنه أن يساعد كثيراً في إتقان القدرات اللازمة للتداول اليومي:

- **تحديد نقطة الدخول الممكنة:** من خلال الرسم البياني اليومي تكون التسعيرة مباشرة من البنوك، والأخبار لحظة بلحظة وهو ما يعدّ من المؤشرات الجيدة التي تعطي إشارة لدخول السوق.
- **الاطلاع على أهداف الأسعار:** من الأفضل تحديد السعر المستهدف عند دخول السوق، ويحتاج المتاجر التأكد من الدخول عند سعر جيد؛ لضمان الحصول على ربح عند إغلاق الصفقة.
- **أوامر إيقاف الخسارة:** يزيد الهامش المستخدم من المخاطرة، ويجعل المتاجر في مواجهة مع التذبذبات السريعة للأسعار؛ لذلك فإن العمل بأوامر إيقاف الخسارة سيحد منها في أية صفقة.
- **مواجهة الاحتمالات:** يجب على المتاجر دعم أدائه في التداول، وذلك عن طريق متابعة آخر استراتيجيات التداول بدلا من ملاحقة الربح.

## 2-1-3-4 المتاجرة المتأرجحة Swing Trading

يشير التداول المتأرجح إلى محاولة المتاجر الإمساك بالتقلبات السعرية؛ بهدف الاستفادة القصوى من كل خطوة جديدة. يعدّ هذا الأمر استراتيجياً بشكل أكبر عند التنفيذ، إلا أنه يتطلب الكثير من الخبرة، لتقييم مدى احتمالية كل خطوة. يدقق المتداول المتأرجح في رسومه البيانية كل يوم عادة، بحثاً عن فرصة يمكن أن تتطور إلى نقلة كبيرة في الأيام القليلة القادمة، وبمجرد أن يتم تحديد تلك الفرصة يقوم المتداول بخطوته وإدارتها بضعة أيام، أو بحدود الأسبوعين. إذن: تعدّ المتاجرة المتأرجحة نوعاً من المتاجرة القصيرة الأجل، تتبع في المتاجرة بالأسهم والخيارات.



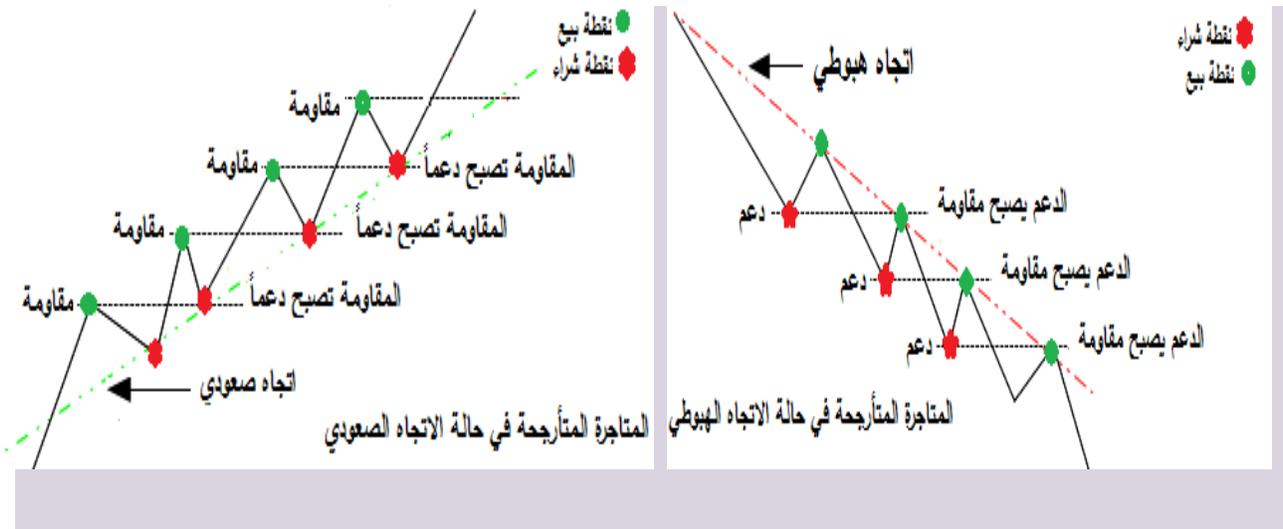
تتمثل ميزة أسلوب التداول المتأرجح في أن المتعامل ليس مضطراً أن يكون في مركز مختلف كل يوم، عدا عن أن صفقة جيدة واحدة يمكن أن تعطي مكافأة أو عائداً مرتفعاً مقابل المخاطرة التي يتحملها المتعامل؛ بنتيجة قرار متاجرة واحد، ويتحدد عيب التداول المتأرجح في أن مثل هذا النمط يقوم على التنبؤ بالاتجاهات السعرية المحتملة، وهذا الأمر ليس علماً بحد ذاته، بل نوعاً من الفن. ويتمثل العيب الآخر في أنه يجب على المتعامل مراقبة التغيرات في أرباحه وخسائره، مع تقلب الأسعار صعوداً وهبوطاً طوال مدة الاحتفاظ بالمركز، أو البقاء ضمن الصفقة، ويبدو أن الأمر الأخير ليس سهلاً، لكونه سيكون مغرباً جداً للمتعامل أن يقوم بإغلاق المتاجرة، وتحقيق الربح بمجرد رؤية السعر يرتد ضده!

التداول الذي يعتمد طريقة "السوينج" هو **متداول على المدى المتوسط عموماً**، ويعتمد في صفقاته على متابعة الاتجاه العام للأداة المالية.

عندما يفضل المستثمر التداول على المدى البعيد؛ فإنه يعتمد على دراسة المعطيات، والتحليل الأساسي لتحديد الاتجاه الذي قد يمتد من بضعة أسابيع إلى أشهر. وعندما يختار المستثمر التداول بنمط "السوينج"؛ فإنه يبقى على مركز شراء السهم أو بيعه لأيام، قد تتجاوز أسبوعين، أو ثلاثة أسابيع على أقصى تقدير، ويقوم بمتابعة أعلى وأدنى سعر للسهم خلال الفترة المحددة.

يفضل المتداولون على المدى البعيد الإبقاء على مراكزهم مفتوحة لمدة تتراوح بين أشهر إلى سنوات؛ لهذا فإن تقلبات السوق على المدى القصير لا تثير انتباههم؛ لأنهم يستثمرون على المدى البعيد، ويعدون أن لا تأثير للتغيرات قصيرة الأجل في الأسواق على صفقاتهم. إن مراكز التداول على المدى البعيد هي عكس التداول على المدى اليومي، لأن الهدف هو تحقيق أرباح خلال مدة طويلة من الزمن، واعتماد تحركات الاتجاه على المدى البعيد وليس القصير.

يقوم أغلب المتداولين الذي يطبقون هذه الاستراتيجية بمتابعة الرسم البياني الأسبوعي والشهري من أجل تحديد اتجاه الأصل أو الأداة المالية التي يختارونها خلال مدة معينة. يتطلب التداول على المدى البعيد استعمال التحليل الفني والأساسي لتقييم الأسعار وتحركات السوق. ويوجد عمولات على المراكز التي تبقى مفتوحة في أثناء الليل، تعرف في عالم التداول بـ: "عمولات التبييت".



### 3-1-3-4 المتاجرة بأخذ مركز Position Trading

يطلق على هذا النمط من المتاجرة أيضاً: "تداول نهاية اليوم" End of Day. يناسب هذا الأسلوب من لا يستطيع الوصول إلى أجهزة الكمبيوتر الخاصة به خلال النهار، بينما يمكنه القيام بذلك في الصباح الباكر، أو في وقت متأخر من الليل فقط بعد أن ينتهي من عمله. يبحث هؤلاء التجار في الرسوم البيانية اليومية عن أساس لإجراء صفقة، ومن ثم يجب عليهم الانتظار حتى نهاية اليوم قبل اتخاذ قرار التداول شراءً أو بيعاً. يناسب هذا الأسلوب من لديهم أعمال أخرى غير المتاجرة ومراقبة التحركات في السوق، إلا أن عيبه الرئيس في أنه يعطي أقل الفرص الممكنة؛ بمعنى أن العوائد التي يمكن أن تتحقق وفق هذا الأسلوب قد لا تكون عالية كما هو الحال مع التداول اليومي أو المتأرجح. تتمثل ميزة المتاجرة وفق هذا الأسلوب في أن الرسوم البيانية اليومية تعطي قراءة أدق وأكثر موثوقية من تلك التي تتحدد بإطار زمني أضيق.



تتطلب متاجرة "نهاية اليوم" عموماً حسابات متاجرة أكبر، إذ تستخدم أوامر من نوع "وقف الخسارة" Stop Losses بشكل أوسع. وبما أن البنوك والمؤسسات الكبيرة تتلاعب بالأسواق المالية كثيراً كما يقال؛ فإن خرائط ورسوم نهاية اليوم قد تحمي التاجر من معظم التلاعبات الذي تحصل بلحظات خلال اليوم، ويتمثل العيب الرئيس في متاجرة المركز في أنه إذا كان التاجر من ذوي الخبرة الكافية لقراءة الرسم البياني اليومي، وتحديد مناطق التلاعب بشكل صحيح؛ فإن عوائده ستكون أعلى من متعامل آخر لا يستطيع المتاجرة إلا في نهاية اليوم.



#### 4-1-3-4 نمط المضاربة السريعة Scalping

تعدّ المضاربة السريعة أسلوب تداول قصير الأجل، واستراتيجية قائمة على السرعة، حيث يتم فتح مراكز وإغلاقها خلال دقائق أو ثوان. يتم الشراء والبيع بنسق سريع، ويكون الهدف مجرد نقاط بسيطة للحصول على أرباح؛ لهذا يحتاج المتاجر إلى استخدام رافعة مالية لتحقيق المزيد من الأرباح. يقوم المتداول وفق هذا الأسلوب من المتاجرة، كما نوهنا، بالدخول إلى الصفقات والخروج منها دقيقة بعد دقيقة، وفتح أكبر عدد من الصفقات الممكنة خلال يوم واحد.

**يوجد جانب إيجابي** آخر من المضاربة السريعة، وهو أن المتداولين لن يدفعوا الفوائد المفروضة على الصفقات التي تبقى مفتوحة أثناء الليل (فوائد التبييت)، ومن ثم يتخلصون من تكاليف إضافية. الأرباح هي المستهدفة وأوامر إيقاف الخسارة تساعد المتداولين في التحكم في وقت الخروج والدخول، كما يمكن للمتداولين الذين يعتمدون السكالينج تنفيذ صفقات عديدة في كل جلسة تداول. لكون أن "السكالينج" هي استراتيجية تداول سريعة جداً؛ فإنها لا تحتاج إلى نماذج وتحليل وغيره، إذ تفتح هذه الصفقات بالاعتماد على الرسوم البيانية وذلك خلال دقيقة إلى خمس دقائق فقط.



#### "من يوميات متعامل"

...إذا مررت بتاجر يقول: إن وظيفته سهلة؛ فهذا أمر مثير للإعجاب! إطلاقاً لا، إذ كلما كان الأمر متعلقاً بالمال يصبح غير سهل على الإطلاق. لماذا؟! ..... حتى في حال المراهنة المتواضعة؛ فإنه يمكن لبعض الأغلاط أن تلحق ضرراً لا يمكن إصلاحه... إذن: اضمن أنه سيوجد حد معين من الضغط، ولكن مع أي أسلوب متاجرة سيكون الضغط أعلى؟ إنه في متاجرة المراكز! يأتي الضغط من محاولة تطوير منهجية يمكنها التحرك مع السوق، وتحقيق نتائج قوية بغض النظر عن الظروف، وبمجرد تطوير المنهجية يكون التنفيذ سهلاً إلى حد ما، ويجب ألا يبقى هناك أي ضغط... مع ذلك؛ فإن تمسكك بمنهجيتك قصة أخرى... إن من يذهب إلى التداول اليومي من دون وجود نوع من الفكر أو الخطط المسبقة سيمحى من السوق!

#### 4-3-1-5 نمط متاجرة الزخم Momentum

تستخدم استراتيجيات التداول القائمة على الزخم Momentum في تداول السلع والأسهم، وبسبب من استخدامها على نطاق واسع؛ فإن السوق يتعلم ويتكيف باستمرار؛ مما يجعل هذه الاستراتيجيات أقل فعالية بمرور الوقت، وتؤدي إلى نتائج سلبية وخسائر للمتداولين. بناء عليه: تحتاج هذه الاستراتيجيات إلى إعادة تقييم لفعاليتها من وقت لآخر، وإذا لزم الأمر، يجب صياغة استراتيجيات جديدة أو تطويرها.

تتفوق الاستراتيجيات القائمة على الزخم على الاستراتيجيات الأخرى، في حال وجود اتجاه في السوق Trend، **وتحقق أرباحاً جيدة**. بينما تؤدي هذه الاستراتيجيات دائماً إلى خسائر عندما يستقر السوق؛ بنتيجة ماسبق ذكره، كان البحث قائماً من قبل المتاجرين، على مؤشرات تحدد مثل تلك الخسائر، وبرزت الحاجة إلى تحسين الاستراتيجيات القائمة على الزخم باستخدام خوارزميات السلاسل الزمنية المتقدمة.

تستخدم الاستراتيجيات المعتمدة على الزخم العديد من المؤشرات الفنية لتحديد التغيرات في الاتجاهات. ويعدّ الماكد MACD، أحد أكثرها استخداماً، إذ يعمل جيداً كما أسلفنا عند وجود اتجاه في السوق. غير أن (الماكد) قد يدفع إلى تداولات خاسرة عندما تكون هناك حركة جانبية في السوق Sideways Movement.

تبيّن من تداولات متاجري الزخم: أن نسبة الربح إلى الخسارة هي (2/1)، ويجد المتداول نفسه مضطراً إلى التعامل مع الخسارة، إضافة إلى رسوم السمسة. يعدّ متداولو الزخم أنه توجد حاجة لتطوير مؤشر يحدد ما يطلق عليه السوق المحايد الخالي من إشارات الإنذار المغلوط فيها. ومع ذلك؛ فإنه توجد حاجة مستمرة إلى تطوير استراتيجية التداول القائمة على الزخم، إذ يتوقع دائماً ألا تعمل مثل هذه الاستراتيجية بعد مدة من تطبيقها.

كشفت الإختبارات الأولية Initial back-testing لاستراتيجية (الماكد) أن الحركة الجانبية كانت السبب الرئيس للخسائر، وبعد القيام بدمج تقنيات تصفية الاتجاه المتقدمة؛ مما يطلق عليه (الفلتر) من المستوى الأول "L<sub>1</sub>-filtering"، مع المتوسطات المتحركة؛ لتحديد التغيرات في الاتجاهات، ساعد ذلك في تحديد نقطة البداية لما يطلق عليه "الأسواق المحايدة" Neutral Markets، وبعد استخدام ماتم التوصل إليه كمؤشر، جرى تجنب العديد من الصفقات الخاسرة، وارتفعت نسبة الربح إلى الصفقات الخاسرة إلى (1/1)، إضافة إلى ذلك، أدت الاستراتيجية الجديدة إلى انخفاض كبير في عمولات السمسة عن طريق منع المراكز في الصفقات الخاسرة.

## إعداد محطة متاجرة "محمولة":

i

ينشئ عدد متزايد من المتاجرين محطة تجارية متنقلة؛ حتى يتمكنوا من المتاجرة بشكل آمن وفعال من أي مكان. ساعد على ذلك أن أجهزة الكمبيوتر المحمولة أصبحت أكثر قوة، وشبكات "واي فاي" صارت أكثر انتشاراً، وفي هذا السياق يمكن للمتاجر أن يرتاح لإعداداته المنزلية، ولكن ماذا عن متطلبات إعداد محطة تداول فعالة في حالات السفر؟

يعطي الكمبيوتر المحمول العادي المعد للألعاب أداءً مثالياً للتداول، إذ يمكن تشغيل شاشات متعددة لبرامج التداول بفعالية، وضمان عدم التأخير في معالجة المعلومات أو التنفيذ، وبناءً عليه؛ يجب البحث عن كمبيوتر محمول مزود بمحرك أقراص غير مدمج بسعة تبدأ من "256" جيجا ومافوق، وذاكرة وصول عشوائي (RAM) من 8-16 غيغابايت، والمعالج "i5 أو i7 - Intel". توفر شاشات "USB" مستوى الأداء نفسه الذي توفره الشاشة التقليدية، بينما تتطلب اتصال USB واحد فقط لنقل كل من المعلومات والطاقة، ويمكن استخدام أكبر عدد ممكن من الشاشات، على الرغم من أن شاشتين إضافيتين يجب أن تكونا كافيتين لأية محطة متاجرة متنقلة.

يوجد لدى معظم المتداولين روتين متاجرة صارم، ويتعطل هذا الروتين في حال السفر، ومنه يجب أخذ موضوع تأمين الجو المريح في أثناء العمل بالحسبان، وتأمين الأجهزة اللازمة لإبعاد تأثير البيئة المحيطة.



#### 4-3-1-6 المدخل المدمج

بعد أن ناقشنا مختلف أساليب التداول، وأي منها يمثل النمط الأفضل، ولأي نوع من السوق؟ أيها يعدّ الأفضل للتداول في أسواق الصرف "الفوركس" مثلاً؟ أي منها يمكن أن يعدّ الأفضل للمتاجرة بالأسهم؟ إن الإجابة عن مثل هذه التساؤلات واحدة غالباً لكل الأسواق. يوجد متاجرون يومية ناجحون، يتداولون الفوركس والأسهم، كما يوجد متعاملون آخرون ممن يتأرجحون في متاجرتهم، أو يقومون بها في نهاية يوم المتاجرة.

يوجد بعض الاختلافات بين الأسواق؛ إذ تقضي المتاجرة في أسواق الفوركس مثلاً أن يكون المتعامل أكثر وعياً بالتلاعبات في هذا السوق مقارنة بسوق الأسهم. من جهة أخرى، قد لا تكون بعض الأسهم سائلة كبقية الأسهم في السوق، ويعني ذلك أن المتاجر قد يعاني لإكمال مركز كبير في حال كان تداوله على الأسهم يتم ضمن إطار زمني ضيق. مثل هذه المشكلة غير موجودة في أسواق الفوريكس، إذ يستطيع المتعامل أن يأخذ مركزاً كبيراً بغض النظر عن النطاق الزمني.

يعتمد الاختبار النهائي لاختيار الأسلوب الأفضل على شخصية المتاجر أولاً. إذا كان المتعامل من النوع الذي يحب أن ينهي يوم تعاملاته مرتاح البال، وبألا يكون في مركز أو مراكز مفتوحة؛ لذا فإن التداول اليومي هو الأفضل. وثانياً يجب أن يكون المتعامل قادراً على صرف الوقت أمام شاشة الحاسوب لمدة طويلة كل يوم، وتوفر انضباطاً قوياً عنده، وصبراً على الانتظار، حتى يتسنى له القيام بالإعداد الصحيح للمتاجرة، وأن تتوفر لديه القدرة على الحسم للدخول في الصفقة. يعني ذلك: تجاهل الفكر والمشاعر المنقولة من اليوم السابق، والتركيز تماماً على اليوم، أو بكلام آخر: تحديث الفكر والاعتقادات.

إذا كان المتعامل من النوع الذي يريد الحضور في اللحظات المهمة فقط، ويحب فكرة التداول الإستراتيجي، عندها قد يمثل التداول المتأرجح البديل الأفضل له. ويتحدد الأمر الرئيس هنا في القيام بمسح السوق، وتحديد الفرص مقدماً، من ثم انتظار حدوثها، ويستدعي ذلك أن يكون المتعامل جاهزاً للتداول وإن لم يكن أمام شاشة حاسوبه، ويتمثل الأمر الآخر بهذا الصدد في أن يكون المتعامل مرتاحاً في تجارته التي قد تمتد لبضعة أيام أو أسابيع، وألا يتأثر بالتعديلات اليومية التي تتم على الربح والخسارة.

يجب متعامل نهاية اليوم أن يأخذ وقته عند القيام بتحليلاته، وليس ممن يتمتع بالوقوف أمام شاشاته في أثناء النهار. ويجب على هذا النمط من المتعاملين أن يكون مرتاحاً لفكرة أنه أحياناً قد تمر مدة طويلة من دون ظهور أية فرصة جيدة، من ثم يحتاج المتعامل الذي يطبق هذا النمط أن يزيد عدد الأسواق التي يتاجر فيها؛ للحصول على فرص كافية.

إن أساليب التداول المذكورة أعلاه ليست حصرية، إذ يمكن دمجها بكفاءة، ويمكن للمتاجر مثلاً أن يبحث عن توليفة معينة أو فرصة في نهاية اليوم يقدمها الرسم البياني اليومي، إلا أنه يقرر التنفيذ ضمن إطار زمني قصير، بمعنى تحويل الفرصة إلى تجارة متأرجحة. الطريقة الأخرى هي الدخول في صفقة في نهاية اليوم، وفي حال الحصول على توليفة متاجرة يومية في وقت لاحق يمكن الدخول في صفقة إذا كانت متاجرة نهاية اليوم رابحة. يطلق على هذه الحالة: "التهريم"، بمعنى: الإضافة إلى المركز الربح عند التعامل في نقاط مفتاحية، وتوقع أن يستمر ذلك الاتجاه ضمن توليفة نهاية اليوم.

يمكن للتداول اليومي الاعتماد على حقيقة: أن توليفة نهاية اليوم قد أدت غرضها، وهو في حالة ربح تسمح له بتحديد تحيزه هذا اليوم، والبحث عن فرص التداول في اتجاه هذا التحيز، ويجدر التنويه إلى أن الإعداد على إطار زمني أكبر سيكون دائماً أقوى من الإطار الزمني الأقل؛ لهذا فإن الإعداد أو التوليفة على خارطة التداول أو الرسم البياني اليومي أقوى منه على الرسم البياني خلال اليوم. ينطبق هذا الأمر بشكل خاص عند تداول الأسهم، وهذا هو السبب في أن المتعامل ينظر فقط إلى خارطة التداول نهاية اليوم اعتماداً على خدمة التنبيه للمتاجرة الخاصة به، إلا أنه يحدد الإدخالات اليومية للوصول إلى المراكز.

يوجد العديد من أساليب التداول، ولكن الأفضل هو الذي يعمل بالتوافق مع السوق وشخصية المتعامل. قد يكون التداول اليومي والتجارة المتأرجحة ملائمين في تداول الفوركس، أما في حال تداول الأسهم فقط فيقترح التمسك بنهاية اليوم بسبب وفرة الفرص التي تقدم نفسها. في النهاية: يتعلق الأمر بتجربة الأساليب المختلفة والالتزام بواحد منها. وليس مستغرباً أن يبدأ المتعامل نشاطه بنمط واحد من المتاجرة، وينتهي به المطاف إلى نوع آخر في وقت لاحق.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل الثاني: سوق دمشق للأوراق المالية

المادة - 14 -

على السوق التمسك بما يأتي:

أ- الدفاتر والسجلات المحاسبية الخاصة بها من خلال نظام محاسبي تعده إدارة السوق وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية.

ب- الدفاتر والسجلات الضرورية لمزاولة أعمالها وفق أنظمتها الداخلية والتعليمات الصادرة عنها.



المرسوم التشريعي رقم /55/ للعام 2006 وتعديلاته

قانون سوق الأوراق المالية

الفصل السابع: ممارسات الإدارة السليمة لأعضاء السوق

المادة -54-

مع مراعاة الأحكام القانونية المتعلقة بالشركات، تخضع لأحكام هذا الفصل جميع شركات المساهمة المصدرة للأوراق المالية، وشركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها، الأعضاء في السوق.

### (الفصل الأول)

تمر مختلف الوحدات في الاقتصاد في أثناء القيام بالنشاط في حالة فائض، عجز أو توازن. ويأتي تسهيل تدفق الأموال من مناطق الفائض إلى مناطق العجز من خلال النظام المالي، ويتكوّن هذا النظام من الأسواق، والمؤسسات، والقوانين، والتشريعات، والضوابط، والتقنيات التي يتم من خلالها المتاجرة بالسندات والأسهم والأوراق المالية الأخرى، وتتحدد معدلات الفائدة، ويتم إنتاج الخدمات المالية وتقديمها.

توجد اقترابات مختلفة لتصنيف وظائف النظام المالي؛ إذ يقوم النظام المالي وفقاً للاقتراب العام بوظائف يمكن ضمّها في ثلاث مجموعات هي: الوظيفة النقدية، ووظيفة توزيع رأس المال، ووظيفة الضبط. ويميز الاقتراب الآخر ست وظائف يقوم بها النظام المالي؛ تتحقق تلك الوظائف بشكل رئيس من قبل الأسواق المالية التي تشكل الجزء الأكثر أهمية في النظام المالي. تهيمن الأسواق التنافسية على النظام المالي في بعض البلدان، بينما في بلدان أخرى، أدت المصارف الدور الأهم تقليدياً، واعتماداً على هذا التباين طرحت فكرة الأفضلية بين الأنظمة المالية!

يتم من خلال النظام المالي نقل الأموال بشكل غير مباشر عن طريق الوسطاء، وتتحدد للوسطاء الماليين مهمتان: المطابقة بين المقرضين والمقرضين، وتوفير الخدمات المرتبطة بتقاسم المخاطر والسيولة والمعلومات. تتمثل الأنواع الرئيسة للوسطاء الماليين في مؤسسات الإيداع، والمؤسسات التعاقدية، والمؤسسات الاستثمارية.

تؤمن عملية نقل الأصول بين الوحدات الاقتصادية واحدة من ثلاث وظائف، وهي: التوسط، من حيث فترات الاستحقاق، وتخفيض المخاطر عبر التنوع، وتخفيض التكلفة المرتبطة بالتعاقد، ومعالجة المعطيات. تتحقق هذه الوظائف الاقتصادية من قبل مؤسسات الوساطة المشاركة في السوق المالي؛ إذ تقدم هذه المؤسسات خدمات مالية خاصة. تقدم الخدمات الأولى والثانية من قبل السماسرة، أو المتعاملين، أو صانعي الأسواق، وترتبط الوظيفة الثالثة بمتعهدي التغطية.

يمثل السوق المالي مكوناً أساسياً من مكونات الاقتصاد الحديث؛ فهو الإطار الذي يجمع بين المشتريين والبائعين للأوراق المالية؛ بمعنى الإطار الذي يجمع بين وحدات الفائض الراغبة بالاستثمار، ووحدات العجز المحتاجة للأموال بغرض الاستثمار. ونستطيع أن نصنف الوظائف الرئيسة للأسواق المالية ممثلة بوظيفة

التمويل: أي تجذب المدخرات، ووظيفة الاستثمار: بمعنى تخصيص المدخرات، ووظيفة التسعير: إذ تتحدد أسعار الفائدة وأسعار الأصول المالية. ووظيفة التسوية والدفع: بمعنى تيسير التعاملات. وإدارة المخاطر. ونضيف إلى الوظائف الخمس أعلاه، وظيفة تأمين السيولة والمعلومات. ويدخل ضمن وظيفة التسعير مايمكن أن يطلق عليه: "اكتشاف السعر"، ويفهم من وظيفة التسوية والدفع: تيسير تكلفة التعاملات وتخفيضها. وتتمثل المتطلبات الأساسية لتحديد تكلفة المعاملات بخصوصية الأصل، وعدم اليقين، ودورية الحدوث.

ينشأ عن عدم تماثل المعلومات مشاكل من مثل: الاختيار المضاد، والخطر الأخلاقي. الاختيار المضاد: عبارة عن مشكلة يخلقها عدم تناظر المعلومات قبل حصول التعامل أو الصفقة، ويحصل الخطر الأخلاقي بعد حصول التعاقد، ويحدث في الأسواق المالية عندما يتوفر للمقترضين الحوافز للدخول في نشاطات غير مرغوبة.

إن المعلومات غير المتماثلة تؤدي إلى ما يطلق عليه: مشكلة "الاختيار المضاد"، وهي ظاهرة توجد حيث يكون هناك مشكلة تتمثل بوجود خصائص أو سمات مخفية، وعند قيام الأفراد المطلعين بالاختيار؛ فإنهم يتسببون في الضرر للطرف غير المطلع من السوق. ويوجد نوعان من المعلومات غير المتماثلة أساساً، ويحدث النوع المتصل بخصائص مخفية عندما يعرف أحد الأطراف شيئاً عن السلعة أو الخدمة موضوع الصفقة، لا يتوفر مثله للطرف الآخر، ويحصل النوع الثاني، المتصل بأفعال مخفية، عندما يكون باستطاعة أحد الأطراف اتخاذ إجراء ما يؤثر في الطرف الآخر بدون أن يتمكن الطرف الآخر من ملاحظته مباشرة. إذن: إضافة للاختيار المضاد؛ فإن "الخطر الأخلاقي" يرتبط بالنتائج غير المرغوبة التي يمكن أن تحصل بسبب عدم تناظر المعلومات، ونستطيع الوصول إلى خلاصة: إن "المعلومات الدقيقة مهمة لاتخاذ القرار، وفي حال كان هناك اختلال توازن في السوق، فقد ينتهي إلى فشل هذا السوق".

## (الفصل الثاني)

تؤدي جميع الأسواق المالية وظائف متماثلة، وتختلف في أجهزتها الإدارية للقيام أو للتعامل مع هذه الوظائف. وتعدّ البورصات في معظم الاقتصادات الناضجة منظمات غير حكومية، أي أنها ذاتية التنظيم. تتطور البورصات من خلال دورها التقليدي كمرافق عامة بسرعة من منظمات تخضع للتنظيم الشديد محمية بسلطات احتكارية، إلى شركات تواجه منافسة على تقديم الخدمات. تصنف أسواق المال على أسس مختلفة، ورغم هذه التصنيفات تبقى هذه الأسواق متداخلة، ومن الصعب إيجاد فصل بين نوع وآخر؛ لأن سهولة تبادل المعلومات قد يسر على المتعاملين فيها الانتقال من نوع إلى آخر، بخلاف الحال في أسواق السلع الأخرى.

تقسم الأسواق المالية تبعاً لطبيعة الأوراق المتداولة فيها إلى: أسواق أولية، وأخرى ثانوية؛ وتبعا للحقوق والالتزامات المترتبة على أدوات الاستثمار المتداولة فيها: إلى أسواق دين، وأسواق ملكية. ولعل من أهم التصنيفات للأسواق المالية، التصنيف القائم على أساس أغراض التمويل، إذ تقسم إلى: أسواق نقد، وأسواق رأسمال، ويجري التمييز في أسواق رأس المال بين أسواق حاضرة أو فورية، وأسواق آجلة.

يتم في نطاق الأسواق الأولية التعامل مع الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة؛ وذلك عن طريق ما يسمى: الاكتتاب، سواء أعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس الشركات الجديدة أم عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس، أم بإصدار السندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل، ويطلق مصطلح الأسواق المالية الثانوية على الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية لشركات قائمة سبق تكوينها.

تصنف السوق الثانوية تبعاً لصيغة تنظيمها: فهناك السوق المنظمة، والسوق الموازية، والسوق الثالث والرابع. يتم في نطاق السوق الثانوي التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، واكتتب عليها، وهذه السوق إما أن تكون منظمة، وتدعى حينئذ "البورصة"، أو غير منظمة وفي هذه الحال يتم تداول الأوراق المالية خارج البورصة، وذلك من خلال البنوك والسيارة وسماسرة الأوراق المالية.

يتم في السوق النظامي تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة، بمواعيد دورية طبقاً لقواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق. وتعدّ السوق الموازية سوقاً غير منظمة، أي ليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد.

يؤدي وظائف السوق ببساطة، المشاركون في هذه السوق، بشكل مباشر أو غير مباشر. ويمكن تصنيف المشاركين في السوق المالي، إضافة إلى السلطات التي تنظم السوق، إلى ثلاث مجموعات كبيرة، تبعاً للدافع وراء التداول أو الحافز للمتاجرة، وهي: المقرضين أو المستثمرين، وفئة المصدرين أو المقترضين، وفئة الوسطاء.

يمكننا تصنيف المشاركين في السوق المالي أيضاً إلى متحوظين، ومضاربين، ومراجحين، تبعاً لعلاقتهم بالمخاطرة وأسلوب المتاجرة. يطلق عادة على المستثمر الذي يهدف إلى تقليل مستوى المخاطرة: المتحوظ. المضاربون متحملو مخاطر، وعلاقتهم بالمخاطرة أعلى بكثير من علاقة المستثمر متجنب المخاطر. تتطوي المراجعة على شراء أصل ما وبيعه بشكل متزامن، فهي تعدّ نوعاً من التحوط، وتتطوي على مخاطر محدودة عند تنفيذها بالشكل الملائم.

تختلف أنواع الإصدارات باختلاف الجهة التي ينظر من خلالها إلى الإصدار، وتزيد الاكتتابات فرص الاستثمار في الأسواق المالية، إلا أنها لا تخلو من المخاطر، من مثل: هبوط سعر السهم عن سعر الاكتتاب. من هنا يجب على هيئة السوق المالي أن تحتث المستثمرين على قراءة نشرات الإصدار للشركات،

قبل اتخاذ قرار الإستثمار في أية شركة يتم إدراجها في السوق. تتنوع وثائق الاكتتابات وتختلف باختلاف الطرح، وباختلاف نوع الاكتتاب. تمثل النشرة التمهيدية أهم وثائق الاكتتاب، خاصاً كان أو عاماً. إذ يمكن أن يكون الاكتتاب في الأسهم خاصاً أو عاماً، أما الاكتتاب في السندات فغالبا ما يكون عاماً. ينظر إلى الاكتتاب العام باعتباره استراتيجية خروج لمؤسسي الشركة والمستثمرين الأوائل فيها، وتتم عملية تحديد السعر الأولي للطرح بمراحل عدة، تبدأ بتحليل الوضع المالي للشركة؛ للوصول إلى أفضل نطاق أو مدى سعري للسهم.

يوجد تنوع كبير في الأدوات المالية التي يمكن أن نجدها في السوق المالي، وتعطي الأدوات المالية إمكانية التعرض لنوع محدد من المخاطرة، ويمكن تصنيفها ضمن مجموعات عدة.

### (الفصل الثالث)

يجب على المستثمر عند شراء الأوراق المالية في حساب نقدي إيداع النقود لتسوية الصفقة، أو بيع مركز حالي في يوم التداول نفسه؛ بحيث تتوفر المتحصلات النقدية اللازمة للتسوية، ويستطيع في حالة استخدامه لحساب الهامش أن يقوم بعمليات الشراء الهامشي والبيع القصير .

يمكن أن يتوفر للمستثمر الفردي ثلاثة خيارات، عندما يتعلق الأمر بالاحتفاظ بالأوراق المالية خاصته، وهي الشهادة الورقية، والتسجيل تحت "إسم شارع"، والتسجيل المباشر. عندما يقوم المستثمر بفتح حساب استثماري، يتم تسجيل الأسهم التي يشتريها في دفاتر الشركة المصدرة لهذه الأسهم، على أنها تخص شركة السمسرة، وتدرج شركة السمسرة المستثمر في سجلاتها، لكونه المالك الفعلي، وهذه هي حالة التسجيل تحت "اسم شارع". يحتفظ السماسرة بالأوراق المالية عادة، باسم الشارع؛ بسبب التعقيدات المرتبطة بتتبع شهادة كل سهم لكل مستثمر. يتيح التسجيل المباشر للمستثمر تسجيل أوراقه باسمه في دفاتر المصدر، دونما حاجة إلى شهادة فعلية لتكون بمثابة دليل على الملكية. ويسمح حساب "الديمات" بأن يحتفظ المستثمر بأسهمه إلكترونياً. لقد أصبح فتح حساب الديمات إجبارياً في العديد من أسواق المال، كي يتسنى للمستثمر القيام بعمليات البيع والشراء في السوق.

يعمل السوق المالي من خلال مجموعة من الوسطاء، إذ يقوم سمسار الخصم بتنفيذ عمليات البيع والشراء بعمولات منخفضة، ولا يقدم أية نصيحة استثمارية؛ بخلاف سمسار الخدمة الكاملة. يعمل سمسرة الطلبات الكبيرة (البلوكات) على إدارة الأوامر الضخمة، بطريقة تتسبب بأقل خسارة ممكنة لعملائها بفعل تحركات السوق المعاكسة لمصلحتهم. يشتري المتعامل بخلاف السمسار، أو يبيع لعملائه أو زبائنه مباشرة، على أمل العثور على عميل آخر يأخذ الجانب الآخر من الصفقة. عند تنفيذ أوامر المتاجرة نيابة عن العميل، يقال: إن المؤسسة تعمل كسمسار، بينما عند تنفيذ عمليات التداول لحسابها الخاص، يقال: إن

المؤسسة تعمل كتاجر. تعتمد بعض أسواق الأسهم على تجار محترفين؛ للحفاظ على استمرارية العرض والطلب، ويعرف أولئك التجار باسم المتخصصين في الأسواق المنظمة، أو صناع السوق في الأسواق الموازية. يمكن للمصارف وشركات الاستثمار، أساساً خلق منتجات مالية جديدة عبر شراء و"إعادة توظيف" مختلف الأوراق أو الأصول المالية. يساعد هذا الأمر في تصميم عمليات التوريق؛ بما يناسب البروفيل الاستثماري لمختلف المستثمرين؛ لناحية المخاطر والعوائد. تقوم غرف المقاصة على ترتيب التسوية النهائية للتداولات، من خلال ضمان تنفيذ العقد في أسواق الفيو تشرز، والعمل فقط كوكيل ضامن في باقي الأسواق. يتاجر أعضاء غرفة المقاصة بالنيابة عن السماسرة والمتعاملين من غير الأعضاء، ويتم التأكد من أن غير الأعضاء لديهم رأس مال كاف لدعم عملياتهم كما هو الحال مع الأعضاء.

يمكن حصر الخدمات التي يقدمها الوسطاء للمتعاملين في السوق المالي عموماً، في ثلاثة أنواع، تضم السمسرة، وصناعة الأسواق والتعهد بتغطية الإصدارات. وبرزت خدمة في بعض الأسواق مرتبطة بتزويد السوق بالسيولة. يؤدي السمسار خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل، وتختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق تبعاً لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر. يمكن للوسيط أن يقوم بدور صانع الأسواق، أي ممارسة مهنته في بيع وشراء الأوراق المالية، بموجب ترخيص تمنحه إياه لجنة إدارة السوق، ويقوم بعمله هذا إما لصالح عملائه أو لصالح نفسه، وبممارسته لمهامه يؤدي صانع السوق خدمات على درجة كبيرة من الأهمية للسوق المالي مثل: توفير السيولة اللازمة للسوق، والمحافظة على استقرار الأسعار وحجوم التعامل. يمكن للوسيط إضافة لدوره كسمسار أو صانع أسواق، أن يؤدي دور المتعهد لتغطية إصدار معين.

يحصل مدير الحساب على الجزء الأكبر من تعويضه في صورة عمولات، تدفع بوساطة العميل، وتحسب على أساس معدل الدوران، أو عمليات التبادل التي تتم ضمن حسابه. إن مغالاة السمسار هذه في معدل الدوران، تتسبب بفقدان ثقة العملاء بهم في المدى الطويل، ويحصل أن يدخل الطرفان في خلافات ورفع شكاوى.

عند قيام المستثمر بشراء سهم عادي أو بيعه؛ فإنه سيقوم بإصدار الأمر إما لطلبه دائرية، أو لطلبية صغيرة أو لكليهما. يقع على عاتق المستثمر أن يضع حدوداً زمنية على الأمر الذي يصدره، بمعنى الزمن المحدد للسمسار لكي ينفذ الأمر، وهناك الأوامر المفتوحة، والتي تعرف أيضاً باسم الأوامر سارية النفاذ حتى الإلغاء، وهي التي تبقى سارية المفعول حتى يتم تنفيذها أو إلغائها بوساطة المستثمر، وهناك أيضاً أوامر التنفيذ أو الإلغاء، وأخيراً هناك الأوامر التي تترك للسمسار حرية التصرف في وضع مواصفات هذه الأوامر، ويطلق عليها أوامر حرة.

## (الفصل الرابع)

يمثل هامش الشراء - البيع، مقدار تجاوز سعر البيع لسعر الشراء، أي بعبارة أخرى يمثل الفرق بين أعلى سعر يكون المشتري مستعداً لدفعه مقابل أصل ما، وأخفض سعر يكون البائع على استعداد لقبوله. يحصل التسعير الكامل من خلال سعرين، هما سعرا الشراء، والبيع. ويشار إلى الفرق بين السعرين بالهامش. يمكن أن تعدّ علاقة الهامش بسيولة الأصل عكسية؛ بمعنى أن سيولة الأصل تزداد كلما قل الفارق، والعكس صحيح. يمكن للتقلبات في الأسواق المالية، أن تزيد من مدى تذبذب سعر الأصل المالي. ويمكن أن يشكل ازدياد التذبذب، سبباً في اتساع فارق الأسعار، نتيجة تباين وجهات نظر المتعاملين بخصوص قيمة هذا الأصل المالي.

تتدرج آليات التداول المختلفة والمتعددة التي توجد في الأسواق المالية تقريباً في مجموعتين: الأسواق المدفوعة بالسعر (طريقة التفاوض)، والأسواق المدفوعة بالأمر (طريقة المزاد). تعرف الأسواق المدفوعة بالسعر أحياناً باسم: أسواق المتعاملين أو التجار، وفيها يحدد المتعاملون أسعار الشراء والبيع على التوالي لكميات محددة من الأصول. يتم الإعلان ثم التفاوض للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ. تمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية. لا تتطلب أسواق المتعاملين أو التجار تنظيمًا رسميًا يذكر. تعرف الأسواق التي تحركها الأوامر أحياناً باسم: أسواق الوكلاء أو المزادات. يتم وفق هذه الطريقة المزايدة على السعر إلى أن يحصل الاتفاق. ويجري الإعلان عن الأسعار علناً، وينتهي التداول بعقد الصفقة، وتتم التسوية بالتسلم والتسليم الفعليين، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول. يميل سوق المزادات كآلية في الأسواق الثانوية إلى الزوال؛ لتحل مكانه أنظمة التداول المستمر. يوجه عامة المستثمرين، أو المستثمرون العموميون، في أسواق المزادات المستمرة الأوامر إلى الوسطاء. تدرج الأوامر المحدودة المتعامل بها، عموماً، في سجل أو كتاب الأوامر المحدودة. يجري إدخال نظم تنفيذ التجارة الآلية في الأسواق المالية، استجابة للفرص التي تتيحها تكنولوجيا المعلومات الحديثة. يوجد متخصصون في العديد من الأسواق؛ إذ يبدأ فيها يوم التداول بسوق مناداة لتحديد أسعار الافتتاح، بعد ذلك يصبح التداول مستمراً.

شكل تطور تكنولوجيا المعلومات و انتشار آليات التداول الإلكتروني تحدياً لهيمنة نظام المناداة المفتوحة. عندما يكون موضوع المتاجرة غير متجانس بشكل أكبر مما هو في الأسواق عالية التنظيم، يميل السماسرة إلى تأدية دور نشط في المطابقة بين المشترين والبائعين. بعد فتح حساب التداول وحساب "الديمات" من خلال سمسار، يمكن للمتاجر الاتصال بمنصة التداول الخاصة به. يتصل السمسار بمخّدم البورصة؛ بحيث يرتبط جميع التجار إلى مخّدم واحد (مخّدم السوق).

تمثل منصة التداول برنامجاً يستخدم لفتح مراكز سوقية، وإغلاقها، وإدارتها من خلال وسيط مالي. يوجد نوعان من منصات التداول هما: منصات الدعم، والمنصات التجارية. تستهدف هذه المنصات: التجار اليوميين، ومستثمري التجزئة، أو الأفراد، وتتميز بسهولة الاستخدام ومجموعة من الميزات. قد يحتاج المتداول اليومي وغيره من متاجري الأجل القصير إلى توافر خصائص معينة في منصة التداول، مثل عروض الأسعار من المستوى الثاني، ورسوم توضح العمق الذي يمكن أن يؤمنه صانع السوق؛ مما يساعد في اتخاذ القرارات. بينما قد يحتاج تجار الخيارات، إلى أدوات مصممة خصيصاً لعرض استراتيجيات المتاجرة بالخيارات.

الطريقة الشائعة للتعامل مع الحزم أو البلوكات الكبيرة؛ بتقسيمها إلى أوامر أصغر يتم تنفيذها على مدى فترة زمنية. وتتمثل الطريقة الأخرى في تجميع الأوامر المتطابقة مقدماً، ومن ثم تمريرها، وتنفيذ عملية الشراء أو البيع بالأسعار الحالية وفقاً للقواعد المقررة.

تعني المتاجرة اليومية، فتح المراكز وإغلاقها في اليوم نفسه، بحيث أن المتعامل لا يحتفظ لليلة واحدة بأي مركز. يشير التداول المتأرجح إلى محاولة المتاجر الإمساك بالتقلبات السعرية؛ بهدف الاستفادة القصوى من كل خطوة جديدة. يعدّ هذا الأمر استراتيجياً بشكل أكبر عند التنفيذ، إلا أنه يتطلب الكثير من الخبرة لتقييم مدى احتمالية كل خطوة. يطلق على نمط المتاجرة بأخذ مركز أيضاً (تداول نهاية اليوم). تعدّ المضاربة السريعة أسلوب تداول قصير الأجل، واستراتيجية قائمة على السرعة؛ إذ يتم فتح مراكز وإغلاقها خلال دقائق أو ثوان.

يوجد العديد من أساليب التداول، ولكن الأفضل هو الذي يعمل بالتوافق مع السوق وشخصية المتعامل.

## المصطلحات المفتاحية

### (الفصل الأول)

النظام المالي	تكلفة المعاملات	المضاربة
الأنظمة المالية القائمة على السوق		المراجعة
الأنظمة المالية القائمة على النظام المصرفي		التحوط
	الخطر الأخلاقي	
	الاختيار المضاد	
السوق المالي	عدم تناظر أو تماثل المعلومات	
التوسط المالي		
الوسيط المالي		

### (الفصل الثاني)

الأسواق المنظمة	بيوت السمسرة	المتحوطون	الإدراج
الأسواق الموازية	المتخصصين	المضاربون	إصدارات دين
أسواق أولية	صانعي الأسواق	المراجحون	إصدارات ملكية
أسواق ثانوية	متعهدو التغطية		إصدارات مسجلة
أسواق دين			إصدارات لحامله
أسواق ملكية			إصدارات قصيرة الأجل
أسواق نقد	الطرح العام الأولي		إصدارات طويلة الأجل
أسواق رأسمال	نشرات إصدار		إصدارات مضمونة
أسواق حاضرة	الاكتتاب الخاص		إصدارات غير مضمونة
أسواق آجلة	استراتيجية الخروج		إصدارات أهلية
السوق الثالث	بناء سجل أوامر الاكتتاب		إصدارات حكومية
السوق الرابع	النطاق سعري		إصدارات محلية
سوق المشتقات			إصدارات أجنبية
		الإشعارات المتداولة	
	أخطاء التتبع	إشعارات السلع المتداولة	

### (الفصل الثالث)

سمسار العمولة	التسجيل باسم شارع	الحساب النقدي
سمسار القاعة	التسجيل المباشر	حساب الهامش
سمسار الخصم	شهادة السهم	
سمسار الخدمة الكاملة	شهادة السند	
سمسار البلوكات	حساب "الديمات"	
مدير الحساب		الربط بالسوق
	قاعدة السعر الأعلى	
		الطلبات الكسرية
المتعامل		العمولات
السمسار - التاجر		
أمر التوقف		الأمر
الأمر الفوري		أمر السوق
الأمر الحر		الأمر المحدد
		الأمر المفتوح
	المتخصص	
المورق	صانع السوق	
متعهد التغطية		المقاصة

## (الفصل الرابع)

هامش الشراء - البيع  
التسعير الكامل  
مركز طويل  
مركز قصير  
أسواق المتعاملين  
الأسواق المدفوعة بالسعر  
طريقة التفاوض

### التثبيت

أولوية السعر  
أولوية توقيت الوصول  
أسواق الوكلاء  
الأسواق المدفوعة بالأمر  
طريقة المزادات  
مزادات مزدوجة

### التداول الإلكتروني

نظام التداول البديل

التداول متعدد الأطراف

منصة التداول

المنصات التجارية

منصة الدعم

تسعير المستوى الثاني

نظام المناداة المفتوح

المتاجرة اليومية

التداول المتأرجح

المضاربة السريعة

تداول المركز

تداول نهاية اليوم

تداول الزخم

محفظة المعاملات

محفظة المحمولات

قائمة المراقبة

## أسئلة وتدريبات للمراجعة

### (الفصل الأول)

1. عرّف النظام المالي!
2. مامكونات النظام المالي؟
3. كيف تفهم النظام المالي من المنظور المؤسسي والوظيفي؟
4. من هم الوسطاء الماليون؟
5. كيف تفهم مشكلة الوكالة؟
6. ما وظائف النظام المالي؟
7. إذكر أدوار التنظيم والنشاط الحكومي الهادفة إلى تحسين الأداء الاقتصادي للنظام المالي!
8. ما هي مؤسسات التوسط المالي؟
9. كيف يتمثل دور مؤسسات الوساطة المالية؟
10. كيف تصنف المسارات التي تؤثر الحكومة من خلالها في الأسواق المالية؟
11. ماوظائف السوق المالي؟
12. ماأنواع تكاليف التعاملات؟
13. ما المتطلبات الأساسية لتحديد تكلفة التعاملات؟
14. كيف يحدث الاختيار المضاد؟ ومتى؟
15. ما أنواع المعلومات غير المتماثلة؟
16. متى تحصل مشكلة الخطر الأخلاقي؟

### (الفصل الثاني)

1. كيف تفهم عبارة أن "الأسواق المالية ذاتية التنظيم"؟
2. هل يشكل بقاء أسواق التداول على أساس تعاوني، أو تحولها إلى ملكية مساهمة أي فرق؟
3. أوضح الفرق بين السوقين الأولي والثانوي!
4. لماذا تعدّ السوق الموازية سوقاً غير نظامية؟
5. ما السوق الثالث والسوق الرابع؟

6. ما الذي يحققه الإدراج في السوق المنظمة من مزايا؟
7. لم تعد حركة التداول في أسواق الملكية، مؤشراً مناسباً لتقييم نشاط الأسواق المالية؟
8. أوضح الفرق بين سوقي النقد ورأس المال لجهة الأدوات والسيولة!
9. هل تستطيع التمييز بين المتحوط والمضارب والمراجح؟
10. ما الهدف من بناء سجل أوامر الاكتتاب؟

### (الفصل الثالث)

1. أوضح الفرق بين حساب المتاجرة النقدي وحساب الهامش!
2. ما المقصود بتسجيل الأوراق المالية تحت "اسم شارع"؟
3. أوضح الفرق بين تسجيل الأوراق المالية تحت "اسم شارع" والتسجيل المباشر؟
4. ما حساب "الديمات"؟
5. ما الخدمات التي يقدمها الوسطاء؟
6. ما سمسار الخصم؟
7. ما عمل مزودي السيولة التكميلية؟
8. متى يتم استخدام أوامر الإيقاف؟ وبأية صيغة؟

### (الفصل الرابع)

1. ما المقصود بالهامش السعري؟
2. أوضح علاقة الهامش السعري بالسيولة!
3. أذكر فرقاً رئيساً بين الأسواق المدفوعة بالسعر والمدفوعة بالأمر!
4. ما أنواع منصات التداول؟
5. فسّر وجود ما يطلق عليه "التوزيع الثانوي" و"توزيع السوق"!

## مراجع للقراءة اللاحقة

1. Akerlof, George A. (1970). "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism". *Quarterly Journal of Economics*. The MIT Press. 84 (3): 488–500.
2. Arrow, Kenneth J. (1963). "Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care". *American Economic Review*. American Economic Association. 53 (5): 941–973.
3. Bodie Zvi, Merton Robert C. (2000) –Finance, Prentice Hall, 479p.
4. Fabozzi, Frank(2002). *The Handbook of Financial Instruments*. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 2002.
5. Mishkin, Frederic S. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Seventh Edition, Addison-Wesley, Boston, MA.

## مواقع إلكترونية

- 1) <https://2012books.lardbucket.org/books/finance>
- 2) <https://www.bloomberg.com/quicktake/>
- 3) <https://en.wikipedia.org/wiki/>
- 4) [https://ebrary.net/418/business\\_finance/](https://ebrary.net/418/business_finance/)
- 5) <https://alphaarchitect.com/>
- 6) <https://sixfigureinvesting.com/>
- 7) <http://www.indexstrategyadvisors.com/insights/>

القسم الثاني : أسواق النقد و رأس المال

## Section Two

الفصل الخامس - أسواق النقد

الفصل السادس - سوق الصرف الأجنبي

الفصل السابع - أسواق رأس المال



## الفصل الخامس

### أسواق النقد

### Money Markets

المبحث الأول: أهمية سوق النقد والأطراف المشاركة فيه

#### Participants in Money Market

المبحث الثاني: أدوات أسواق النقد

#### Money Market Instruments

المبحث الثالث: سوق اليورودولار والسوق بين المصارف

#### Eurodollars and Interbank Markets

## المبحث الأول

### أهمية سوق النقد والأطراف المشاركة فيه Participants in Money Market

#### الأهداف التعليمية:

1. تحديد أهمية سوق النقد ودوره.

2. توضيح ميزات سوق النقد وخصائص أدواته.

3. معرفة الأطراف المشاركة في سوق النقد.

#### 5-1-1 أهمية سوق النقد

تعدّ سوق النقد سوقاً للأموال قصيرة الأجل؛ التي لا تتعدى آجال استحقاقاتها من حيث مصادرها واستخدامها، السنة المالية الواحدة. إذن: لا يفهم من عبارة "سوق النقد" أنه تتم المتاجرة بالنقود في هذا السوق، بل لأن الأوراق المتاجر بها هي من النوع القصير الأجل والعالي السيولة، ومن ثم فهي قريبة من النقود *Close to money*. ويعد سوق النقد مصدراً للتمويل القصير الأجل، إذ تباع وتشتري أوراق الدين القصير الأجل؛ فهو يوفر فرصة للمقترضين للحصول على القروض قصيرة الأجل، وذلك من أموال المستثمرين الراغبين بالحصول على درجة عالية من الأمان في استثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة.

تحدث معظم الصفقات المالية التي تتم في سوق النقد في السوق الثانوي، مما يعطيه ميزة المرونة العالية. ويتم تخفيض التكاليف بفعل الإجراءات البسيطة جداً، كما يتميز بانخفاض درجة المخاطرة فيه، وذلك لسببين:

- 1) تدني درجة المخاطرة النقدية *Money Risk* التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه؛ فلأن هذه الأوراق من النوع القصير الأجل، لهذا تترك التغييرات الحاصلة في أسعار الفائدة السوقية أثراً محدوداً على الأسعار السوقية لهذه الأوراق؛ مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة، ومن ثم لا يتكبد حاملها خسائر كبيرة فيما لو قام بخصمها قبل موعد استحقاقها.
- 2) تدني درجة مخاطرة الائتمان *Credit Risk* التي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه. فنظراً لأن الأوراق المالية المتداولة فيه (خاصة في قطاعه الثانوي)، تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالمصارف التجارية، أو المصرف المركزي، أو المؤسسات الحكومية؛ لهذا تكون احتمالات عدم الوفاء متدنية جداً.

وتتصف الأوراق المتاجر بها في سوق النقد بما يلي:

1. تباع عادة بفئات كبيرة.
  2. مخاطرة عدم السداد Default Risk متدنية.
  3. تستحق خلال سنة أو أقل من تاريخ الإصدار، وأغلب الأوراق تستحق في أقل من 120 يوما.
- وفي ضوء ما يتمتع به سوق النقد من مزايا؛ فهو يؤدي دورا مهما على مستوى الاقتصاد من النواحي الآتية:

- i. تأمين السيولة للجهاز المصرفي، بوجود سوق نقدي فعال، تتمكن المصارف من توظيف ودائعها بطريقة مأمونة ذات سيولة مرتفعة. ومع توفر السيولة المرتفعة للأصول المالية قصيرة الأجل تتخفض تكلفة التمويل قصير الأجل، وتزيد سرعة دوران رؤوس الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية رغم اختلاف أنشطتها.
- ii. رسم السياسة النقدية للدولة؛ إذ يتمكن المصرف المركزي، بوساطة سوق النق، من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وذلك عبر التحكم في احتياطيات المصارف التجارية التي تمارس دورا قياديا في هذا السوق، كما أنه يتمكن من التحكم بصورة غير مباشرة بمعدلات الفائدة الطويلة الأجل أيضا. إذن: يقوم البنك المركزي بإحكام الرقابة الفعالة على السياسة الائتمانية من خلال التدخل المباشر في تغيير أسعار الفائدة قي الأجل القصير.
- iii. توفير فرص استثمارية لمنشآت الأعمال ذات السيولة الفائضة المؤقتة؛ للاستثمار بأدوات ذات عائد ومخاطرة منخفضة جدا.



إذا قمت بمراجعة التقرير السنوي لشركة مايكروسوفت للعام 2017 مثلا؛ ستجد أن لدى الشركة ما يزيد عن 7 مليار دولار نقدية، كما تم إدراج أكثر من 125 مليار دولار في أوراق مالية قصيرة الأجل، وقررت الشركة الاحتفاظ بما يقارب 133 مليار دولار في أصول قصيرة الأجل عالية السيولة، حتى تبقى مستعدة للاستفادة من الإمكانات الاستثمارية التي قد تظهر من فترة لأخرى، وتجنب المخاطر المصاحبة لأنواع الأخرى من الاستثمار. من ثم نستنتج أن مايكروسوفت لديها الكثير من الأموال المستثمرة في سوق النقد، في أوراق قصيرة الأجل، وامتدنية المخاطرة، وعالية السيولة. وبفعل أن هذه الأوراق تتصف بدرجة عالية من الأمان والسيولة؛ فهي قريبة من النقود ومن هنا جاءت التسمية. (إجمالي الأصول لديها 241,086 مليار دولار العام 2017، منها 159,851 مليار دولار أصول جارية). يقول تقرير مايكروسوفت السنوي: "نحن نعدّ كل أدوات الاستثمار العالية السيولة بفائدة وبفترات استحقاق 3 أشهر وأقل من تاريخ الشراء مكافئة أو معادلة للنقدية". ..... (ص - 54)

## 5-1-2 الأطراف المشاركة في سوق النقد

يتوسط النظام المصرفي بين المدخرين/المقرضين والمقترضين/المستثمرين، عبر توفير المعلومات اللازمة لكل المتعاملين في السوق، إلا أن المصارف عادة تكون موضوعا للضوابط من قبل السلطات النقدية بشكل أكبر مما هو على أسواق المال، ومن ثم فإن لأسواق المال ميزة إضافية على المصارف في موضوع توفير الأموال اللازمة في التعاملات.

لا تتحدد سوق النقد بهيكل تنظيمي موحد، إذ تؤدي المصارف التجارية دورا قياديا في نشاطه، يشاركها مجموعة أخرى من المؤسسات المالية التي تؤدي دور الوساطة فيه، أما المستثمرون الأفراد فدورهم في سوق النقد محدود نسبيا، نظرا لانخفاض معدل العائد المتوقع من أدوات الاستثمار المتداولة فيه. وتتميز تلك الأدوات بطابع المرونة والسيولة العالية، وبدرجات مرتفعة من الأمان، أي أنها ذات مخاطر منخفضة جدا؛ لأن قيمتها الاسمية شبه مؤكدة، ولا تتحمل أية خسائر رأسمالية، ولاسيما الأوراق المالية التي تصدرها الحكومات والشركات ذات المركز الائتماني القوي.

### جدول رقم (5-1-2-1). أمثلة على بعض معدلات الفائدة في سوق نقدي

الأدوات	خلال 52 أسبوع % (≈)
سعر البرايم (أدنى سعر إقراض)	4.25-3.50
احتياطيات المصرف المركزي (إقراض ليلة واحدة)	1.25-0.50
الأوراق التجارية (90 يوم)	1.30 - 0.52
شهادات الإيداع 12 شهرا	1.40-1.65
القبولات المصرفية	1.36 - 0.82
الريبو (اتفاقيات إعادة الشراء)	1.366 - 0.244
الليبور LIBOR سنة واحدة (1 Y)	1.86317-1.16925
أدونات الخزانة (26 أسبوع)	1.293-0.50

لا تتم عمليات السوق النقدي في مكان أو بناء محدد، بل العادة أن يقوم التجار بالجمع بين طلبات البيع والشراء للمستثمرين على الهاتف، ويجري إكمال الصفقات إلكترونيا، أي عبر الشبكة، وبسبب هذه الخصيصة فإن لأسواق النقد عادة أسواق ثانوية Secondary Market نشطة، ويقصد من ذلك أنه بعد بيع الورقة للمرة الأولى، يسهل إيجاد مشتر لها لاحقا، والسوق الثانوي النشط يجعل الأوراق المتداولة في السوق أدوات مرنة جدا، يمكن استخدامها لتلبية الاحتياجات المالية القصيرة الأجل.

ومن خصائص أسواق النقد أنها أسواق جملة كبيرة، ويعني ذلك أن أغلب الصفقات كبيرة (تتجاوز المليون دولار عادة)، وبسبب أن الصفقات كبيرة؛ فإن المستثمرين الأفراد في غالبيتهم لا يشاركون في السوق، وبدلاً من ذلك نجد المتعاملين Dealers والسماسة Brokers في قاعات التداول في المصارف الكبيرة وبيوت السمسرة يعملون على الجمع بين الزبائن أو الطلبات إلى بعضها. ويقوم المتعاملون والسماسة بالبيع والشراء (بمبالغ تصل إلى عشرات ملايين الدولارات في الثانية الواحدة)، وقد أجريت تحديثات في الأدوات وطرائق المتاجرة في أسواق النقد بهدف إعطاء المستثمرين الصغار فرصة للدخول إلى السوق.

جدول رقم (5-1-2-2). الأطراف المشاركة في سوق النقد

المشارك	الدور
الخزانة	تبيع وتشتري الأذونات لتمويل الدين العام
المصرف المركزي	يبيع ويشترى الأذونات لضبط الكتلة النقدية
المصارف التجارية	تشتري الأذونات وتبيع شهادات الإيداع وتقدم القروض... إلخ
شركات الأعمال	تبيع وتشتري مختلف الأوراق المالية قصيرة الأجل كجزء من إدارة السيولة لديها
شركات الاستثمار (شركات السمسرة)	تتاجر
شركات التمويل (شركات التأجير)	تؤمن الأموال
شركات التأمين (على الحياة والملكية)	تدير السيولة لمقابلة احتياجات مفاجئة
صناديق المعاشات	تدير الأموال
الأفراد	تبيع وتشتري الحصص في الصناديق
الصناديق المشتركة (التبادلية)	تجمع أموال صغار المشاركين للاستثمار

## المبحث الثاني

### أدوات أسواق النقد

## Money Market Instruments

### الأهداف التعليمية:

1. تحديد أهم أدوات سوق النقد.

2. معرفة إجراءات إصدار وتداول أدوات سوق النقد.

3. تبين ميزات وخصائص أدوات سوق النقد.

### 5-2-1 أدوات سوق النقد

تتوافر في سوق النقد إلى جانب القروض المباشرة قصيرة الأجل، مجموعة من الأوراق المالية، التي تشكل بطبيعتها ديناً، فتشترك جميعها بخاصية القابلية التسويقية العالية، وبأجل استحقاق قصير لا يتعدى السنة الواحدة. من أهم الأدوات في سوق النقد نذكر ما يلي:

- أذونات الخزنة Treasury Bills(TB's).
- الأوراق التجارية Commercial Papers.
- شهادات الإيداع Certificates of Deposits.
- القبولات المصرفية Bankers Acceptances.
- اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements.
- قروض الاحتياطي Federal Funds.
- اليورو دولار Eurodollars.

### 5-2-1-1 أذونات الخزنة Treasury Bills(TB's)

تعدّ أذونات الخزنة من أدوات الدين العام للحكومة، وتصدرها السلطة النقدية، وتباع بطريقة الخصم عن القيمة الاسمية المثبتة في الصك أو الوثيقة، وتستخدم لتمويل الدين العام، وهي الأداة الأكثر سيولة بين جميع الأدوات المالية. تعدّ أداة دين حكومية، تصدر بصيغة لحامله، ولأجل تتراوح بين 3 أشهر إلى 12 شهراً. ولهذا تعدّ من الأوراق المالية قصيرة الأجل، ويتم التعامل بها في السوق الثانوي على أساس الخصم. وكان أول من اقترح استخدامها كأداة لتمويل خزينة الدولة في الولايات المتحدة هو الاقتصادي: Bagehot عام 1887، ومنذ ذلك الحين أصبحت من الأدوات المهمة في سوق النقد. ويقصد تشجيع مواطنيها على

الادخار، تصدر الحكومات هذه الأذونات بشروط مغرية تضمن للمستثمر فيها تحقيق عائد مجز ومأمون ومعفى من ضريبة الدخل، وتعدّ الميزة الأخيرة، من المزايا المهمة في الدول التي تتقاضى حكوماتها ضرائب تصاعديّة على الدخل، وتصدر أذونات الخزنة بقيم اسمية مختلفة.

تتداول أذونات الخزنة في السوق الثانوي، ويتاجر فيها مجموعة من الوسطاء المتخصصين. وكانت أذونات الخزنة الأمريكية على سبيل المثال تصدر بفئة \$ 10000، إلا أنه منذ عام 1998 بدأت تصدر أذونات جديدة من فئة \$1000، ويمكن للأفراد الآن شراء الأذونات الأمريكية عبر الإنترنت مباشرة من مصرف الاحتياطي الفدرالي (المصرف المركزي الأمريكي).

قد تصدر الأذونات، إما بالأسابيع، أو بالأشهر، أو بالأيام، كما أنها تصدر بفئات، وتتداول أذونات الخزينة على أساس سعريين:

الأول: سعر الشراء Bid Price، وهو الثمن الذي يعرضه الوكيل على المستثمر حامل الورقة الذي يريد بيع ما يحمله من أذونات في السوق.

الثاني: سعر البيع Asked Price، وهو الثمن الذي يطلبه الوكيل من مستثمر يريد شراء أذونات خزينة من السوق، وتتحدد هذه الأسعار بناء على سعر خصم للبيع باستخدام ما يعرف: بسعر خصم البيع Asked Discount، وآخر للشراء باستخدام ما يعرف: بسعر خصم الشراء Bid Discount، المعلنة في الصحف المالية.

**مثال.** يحدد سعر الشراء وسعر البيع لإذن خزينة قيمته الاسمية \$ 1000 يستحق أجله بعد 120 يوماً في

وقت كان فيه سعر الخصم السائد هو 7.5% شراء، و 7.2% بيع على الشكل الآتي:

$$- \text{قيمة خصم الشراء } 1000 \times 7.5\% \times 360/120 = 25 \$.$$

$$- \text{سعر الشراء } 1000 - 25 = 975 \$.$$

$$- \text{قيمة خصم البيع } 1000 \times 7.2\% \times 360/120 = 24 \$.$$

$$- \text{سعر البيع } 1000 - 24 = 976 \$.$$

### 5-2-1-2-2 معدلات الفائدة على الأذونات

تعدّ الأذونات من الأدوات العديمة المخاطرة risk free، من ثم فالمرود منها هو الأخفض من بين جميع الأدوات، وبرأي بعض المستثمرين فإن الأذونات لا تعوضهم عن هبوط القوة الشرائية بفعل التضخم، ومن الواضح أن الاستثمار في الأذونات ليس سوى إيداعاً مؤقتاً للأموال الزائدة.

لا تدفع الحكومة فعلياً أية فائدة على الأذونات، بل هي تصدرها بخصم من قيمتها الاسمية Par Value، ويأتي المرود على الاستثمار في تلك الأذونات من الفرق في قيمة الورقة بين تاريخ الشراء وتاريخ البيع، ويفترض أن مخاطرة السداد (التوقف عن الدفع) على الأذونات قريبة من الصفر؛ لأنه في حال لم تجد الحكومة المال؛ فهي تستطيع طباعة المزيد من الأذونات لإطفاء المستحق منها، كما أن مخاطر التغيير في معدلات التضخم متدنية؛ لأن الأذونات قصيرة الأجل.

**مثال.** في حال قررت شراء أذن خزنة يستحق خلال 91 يوماً بسعر \$9850 قيمته عند الاستحقاق

\$10000؛ فما هو المرود السنوي على الأذن؟

$$I_{yr} = \frac{F - P}{P} \times \frac{365}{n}$$

$$= \frac{10000 - 9850}{9850} \times \frac{365}{91} = 6.11\%$$

- فإذا قررت بيع الأذن قبل الاستحقاق بـ 31 يوماً، ستحصل بنتيجة البيع على \$9948؛ فما هو المرود السنوي الآن؟

$$I_{yr} = \frac{F - P}{p} \times \frac{365}{n} = \frac{9948 - 9850}{9850} \times \frac{365}{60} = 6.05\%$$

تتصف سوق الأذونات بأنها شديدة العمق والسيولة، ويعني عمق السوق وجود عدد كبير من البائعين والشارين، أما السيولة فتعني أن الأوراق المالية تباع وتشتري بسرعة، وبتكلفة معاملات منخفضة.

**قد تختلف طريقة الحساب من سوق إلى آخر ومن أداة لأخرى لجهة عدد أيام السنة، إذ تحسب 360 يوماً بدلا من 365.**

### 5-2-1-3 مزادات الأذونات

إيضاح كيفية حصول عمليات الإعلان، والبيع، والتسوية على الأذونات، نعرض في ما يلي للطريقة التي تتم بها في السوق الأمريكية:

تعلن الخزنة الأمريكية عن طرح كمية جديدة من الأذونات بفترات استحقاق 4 أسابيع كل يوم اثنين، ويتم المزاد يوم الثلاثاء، والتسوية يوم الخميس الذي يليه، و (13 و 26 أسبوعاً) كل يوم خميس، ويتم المزاد يوم

الاثنين، والتسوية يوم الخميس الذي يليه، أو 52 أسبوعاً، ويتم المزاد يوم الثلاثاء، والتسوية يوم الخميس الذي يليه. يبدأ تقديم طلبات الشراء في التاريخ المحدد، ويعلن في التاريخ اللاحق عن المشتري صاحب السعر الأفضل، وتعرض الأذونات بفترة استحقاق 52 أسبوعاً مرة واحدة في الشهر، ويعطى صاحب السعر الأعلى ميزة تلبية طلبه أولاً، وتوزع الكمية الباقية على طلبات الشراء الأخرى.

**جدول رقم (5-2-1-3-1). مواعيد الإعلان، المزاد والتسوية على الأذونات (مثال)**

يوم التسوية Settlement Date	يوم المزاد Auction Date	يوم الإعلان Announcement Date	نوع الورقة Security Type
الخميس، 03 آب، 2017	الاثنين، 31 تموز، 2017	الخميس، 27 تموز، 2017	إذن خزانة 13 أسبوع
الخميس، 03 آب، 2017	الاثنين، 31 تموز، 2017	الخميس، 27 تموز، 2017	إذن خزانة 26 أسبوع
الخميس، 03 آب، 2017	الخميس، 01 آب، 2017	الاثنين، 31 تموز، 2017	إذن خزانة 4 أسابيع
الخميس، 17 آب، 2017	الثلاثاء، 15 آب، 2017	الخميس، 10 آب، 2017	إذن خزانة 52 أسبوع

وتسمح الخزانة بتقديم طلبات الشراء على أساس غير تنافسي كبديل عن المزاد التنافسي السابق ذكره، ويحدد المستثمر في المزاد التنافسي الكمية التي يرغب الحصول عليها، والسعر الذي يود دفعه، وبالمقابل فإن المستثمر في المزاد غير التنافسي يحدد الكمية المطلوبة فقط، ويتم تحديد السعر في المزادات غير التنافسية كمتوسط مرجح لأسعار الطلبات المقدمة في المزاد التنافسي، ويفترض بأن مزادات الأذونات شديدة التنافسية وعادلة، ولضمان مستوى ملائم من المنافسة؛ فإنه لا يسمح لمعامل واحد عادة بأن يشتري أكثر من 35% من الإصدار.

**مثال:** إذا كان 30% من الإصدار التنافسي قد بيع ب \$98 للأذن (القيمة الاسمية \$100)، و50% بيع ب \$97 والباقي 20% بيعت ب \$96؛ فإن السعر يتحدد على الطلبات غير التنافسية كالآتي:  
المتوسط المرجح =  $(96)0.20 + (97)0.50 + (98)0.30 = \$97.10$

## 5-2-2-1 الأوراق التجارية: commercial paper

تمثل الأوراق التجارية تعهدات غير مضمونة بموجودات مادية، تصدرها الشركات ذات المراكز الائتمانية القوية. تتراوح آجالها بين 3-270 يوماً، وتباع بخصم على القيمة الاسمية، وأحياناً تكون إصداراتها بالأشهر 2-6 أشهر. وبما أنها غير مضمونة؛ فإن الشركات الضخمة والموثوقة فقط يحق لها إصدار الأوراق التجارية، والفائدة المدفوعة على الأوراق التجارية تعكس درجة مخاطرة الشركة المصدرة.

لا يقصد بالأوراق التجارية هنا أدوات الائتمان المتعارف عليها، والتي تكون مسحوبة على أفراد غالباً،

وإنما يقصد بها الأوراق التجارية كأداة من أدوات الاستثمار، وتتخذ شكل سندات أذنية Promissory

Notes غالباً، صادرة عن مؤسسات مالية ذات مراكز ائتمانية قوية كأداة من أدوات التمويل قصير الأجل.

تعدّ الأوراق التجارية من أقدم أدوات الاستثمار قصير الأجل في السوق الثانوي. ويعدّ التعامل بهذه

الأوراق محدوداً في غالبية الأسواق، عدا الولايات المتحدة إذ يوجد لها سوق واسع؛ فقد استخدمت الأوراق

التجارية بمختلف الأشكال في الولايات المتحدة، منذ العشرينيات من القرن الماضي، وفي عام 1969 فرضت

على المصارف القابضة إصدار الأوراق التجارية لتمويل القروض، ولضبط عرض النقود فإن شروط مصرف

الاحتياطي الفدرالي الأمريكي ومتطلباته، قد فرضت على المصارف المصدرة للأوراق التجارية، وقد أودت

تلك الشروط والمتطلبات بكل مكاسب الأوراق التجارية في تمويل الاستئجار والتمويل الاستهلاكي. وقد ازداد

استخدام الأوراق التجارية في الثمانينات بسبب زيادة تكلفة القروض المصرفية، ومن ثم أصبحت بديلاً عن

القروض المصرفية بسبب التكلفة الأقل.

وتعدّ الأوراق التجارية من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، وتصدر لحامله على أساس الخصم مثل:

أذونات الخزينة، لكنها تصدر في معظم الأحيان غير مضمونة، مما يجعل درجة المخاطرة فيها عالية نسبياً،

ومن ثم يفترض أن يكون العائد المتوقع منها مرتفعاً أيضاً، ويكون هذا العائد أعلى من العائد المحقق على

الاستثمار في أذونات الخزينة غالباً، ولكنه قريب إلى ذلك المحقق من الاستثمار في شهادات الإيداع

المصرفية.

تستخدم أدوات الدين هذه لتغطية الاحتياجات المالية القصيرة الأجل، وتتسم الأوراق التجارية بالمخاطرة

المرتفعة نسبياً قياساً إلى أذونات الخزينة؛ لذلك يكون معدل الخصم مرتفعاً نوعاً ما، وتسوق إما من قبل

الجهة المصدرة، أو عن طريق الوسطاء. يحسب معدل الخصم على الورقة التجارية وفق الصيغة الآتية:

$$\frac{F - P}{F} \times \frac{360}{n}$$

معدل الخصم = (القيمة الاسمية - القيمة المدفوعة / القيمة الاسمية) × (360 / مدة الورقة) × 100.

**مثال.** ورقة تجارية أصدرتها إحدى الشركات ذات السمعة الائتمانية العالية، بأجل استحقاق 180 يوماً ، بلغت القيمة المدفوعة بالورقة 192 دولاراً مقابل 200 دولاراً كقيمة اسمية عند الاستحقاق. المطلوب: حساب معدل الخصم!

$$\text{معدل الخصم} = 200 - 192 = \frac{200}{360} \times 180 \times 100 = 8 \text{ أو } 8\%$$

تستخدم الصيغة السابقة لحساب معدل الخصم الاسمي، أي على أساس القيمة الاسمية للورقة التجارية. إلا أن بعضهم يحسب هذا المعدل على أساس القيمة المدفوعة فعلاً بالورقة التجارية، ويسمى هذا المعدل: الخصم الفعلي أو المعادل، وذلك وفق الصيغة الآتية:

$$\frac{F - P}{P} \times \frac{360}{n}$$

$$\text{معدل الخصم الفعلي} = (\text{القيمة الاسمية} - \text{القيمة المدفوعة} / \text{القيمة المدفوعة}) \times (360 / \text{المدة}) \times 100$$

وطبقاً للمعلومات الواردة أعلاه، فإن معدل الخصم الفعلي يساوي:

$$\text{معدل الخصم الفعلي} = 200 - 192 = \frac{200}{360} \times 180 \times 100 = 8.33 \text{ أو } 8.33\%$$

يلاحظ مما سبق أن معدل الخصم الفعلي أكبر من معدل الخصم الاسمي، لأن القيمة المستثمرة بالورقة التجارية هي أقل من القيمة الاسمية التي تدفع لحامل الورقة التجارية عند الاستحقاق.

### 5-2-2-2 الشروط والإصدار

لا تزيد مدة الاستحقاق الأصلية للأوراق التجارية عن 270 يوماً (وذلك لتجنب تسجيل الإصدار لدى لجنة الأوراق المالية). وأغلب الأوراق التجارية تستحق فعليا خلال 20-45 يوما كالأذونات، وهي تصدر بأغلبها مخصومة، والقسم الأكبر منها يباع مباشرة من المصدر إلى المشتري، والباقي يباع عبر المتعاملين في سوق الأوراق التجارية وليس للأوراق التجارية سوق ثانوي قوي، وعلى المتعامل أن يطفىء الورقة إذا احتاج مشتريها للسيولة.

### 5-2-2-3 سوق الأوراق التجارية

تستخدم الشركات غير المصرفية هذه الأوراق لتمويل القروض التي تقدمها لربائنها. ومن أوضح الأمثلة على ذلك شركة جنرال موتورز في السوق الأمريكي. إذ تقرض النقود عبر إصدار الأوراق التجارية، وتستخدم الحصيلة لمنح قروض للمستهلكين المشتريين لسيارات جنرال موتورز، ولهذه الشركات العديد من متعاملي الأوراق التجارية الذين يعملون على جمع البائعين والشارين، وتبيع بعض المراكز الكبيرة الأوراق مباشرة للمستثمرين من دون المرور بالمتعاملين؛ مما يجنبهم دفع عمولة للمتعاملين.

ترتبط أغلب إصدارات الأوراق التجارية بفتح خط ائتمان لدى المصرف، أي في حال لم يستطع المصدر للأوراق الدفع عند الاستحقاق فإن المصرف سيقرض الشركة لهذا الغرض، وهذا ما يخفف المخاطرة والفائدة، ويحصل المصرف الضامن على رسم مقابل التزامه.

كانت المصارف التجارية المشتري الطبيعي للأوراق التجارية، أما اليوم فالسوق يضم شركات التأمين والقطاع غير المصرفي وصناديق التقاعد، مدفوعين بمخاطرة السداد المتدنية، وأجل الاستحقاق القصير والمردود العالي.

### 5-2-3-1 شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتفاوض

#### Negotiable Certificates of Deposits

تعدّ من أهم الأدوات في سوق النقد، تصدرها المصارف التجارية، وترتب لحاملها بذمة الجهة المصدرة، الحصول على فوائد عند الاستحقاق الذي لا يتجاوز السنة الواحدة، وبنسبة مئوية من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة الوديعة. إن: هي عبارة عن أوراق تصدرها المصارف تؤكد الإيداع، ويجري فيها تحديد الفائدة، وتاريخ الاستحقاق. وبما أنه يجري تحديد تاريخ الاستحقاق فهي بهذا ورقة مشروطة. كما أن شهادات الإيداع القابلة للتفاوض عبارة عن ورقة مالية لحامله، ومن ثم يحق لأي شخص يملكها أن يحصل على القيمة الاسمية والفائدة عند الاستحقاق.

### 5-2-3-2 شروط الشهادات

تتدرج فئات الشهادات من الآلاف وصولاً إلى عشرات الملايين، وحصّة الشهادات القابلة للتفاوض من فئة دون المليون دولار في السوق الأمريكي هي الأقل، ويعود السبب في ذلك إلى أن المتعاملين قد أسسوا حجم الدفعة على أساس المليون دولار منذ بدء التعامل على هذه الأداة. وأقل كمية يمكن المتاجرة بها في الشهادات دون الاضطرار لدفع سمسرة أعلى من المعتاد، هي ما يطلق عليه الدفعة المدورة rounded lot. للشهادات عادة فترات استحقاق من واحد إلى أربعة أشهر، ولبعضها ستة أشهر، والطلب على الشهادات بفترات استحقاق أطول ضعيف عادة.

وتصدر شهادات الإيداع في صورتين؛ فقد يكون إصدارها عاما تعرض فيه للجمهور للبيع، وبقيم صغيرة نسبيا، ويطلق على هذا النوع من الإصدار مصطلح Tranch CDs، كما قد يكون إصدارها خاصا ببناء على طلب مسبق من قبل مجموعة من المودعين، وبشروط متفق عليها بينهم وبين المصرف المصدر، وبقيم كبيرة نسبيا، ويطلق على هذا النوع من الإصدار Tap CDs.

### 5-2-3-3 تاريخ الشهادات

تعدّ شهادات الإيداع من أدوات الدين الحديثة نسبيا في الأسواق المالية، وكان مصرف "سيتي بانك" Citibank أول من أصدر الشهادات في العام 1961 لمواجهة الاتجاه الهبوطي في حجم الإيداعات آنذاك. إذ كانت الشركات تستثمر أموالها الزائدة في أدونات الخزنة، إلا أن الفائدة الأعلى على شهادات الإيداع قد جذبت إليها المستثمرين. وبعد تطبيق ما يسمى: القاعدة "Q" في تلك الفترة التي أبقت معدلات الفائدة على الأوراق المالية متدنية قد خلق مشكلة، وبدأت المصارف تعرض الشهادات خارج السوق الأمريكي. واستمر الوضع على هذه الحال إلى أن استثنيت الشهادات من الفئات الأكبر من 100 ألف \$ من القاعدة المذكورة، وتعدّ الشهادات في الوقت الحالي ثاني أوسع الأدوات المالية انتشارا بعد الأدونات.

### 5-2-3-4 الفائدة على الشهادات

هي أداة دين ترتب لحاملها حقا على وديعة بنكية مودعة لأجل، وتصدر عن البنوك التجارية بقيم اسمية مختلفة، ولمدد مختلفة حسب مدة الوديعة، ولكنها أقل من سنة دائما، ويثبت عليها سعر الفائدة عادة الذي يمكن أن يكون ثابتا Fixed Rate، أو عائما Floating Rate.

تتحدد الفوائد على الشهادات بالتفاوض بين المصرف والذبون، وهي تشبه باقي الفوائد على أدوات سوق النقد لأن المخاطرة متدنية، إلا أن المراكز المالية الكبيرة تستطيع تخفيض الفائدة أكثر من غيرها بسبب الثقة عند المستثمرين، في أن الحكومة ستدعم هذه المصارف الكبيرة، ولن تسمح بوصولها إلى الفشل المالي، مما يجعل التزامات هذه المصارف أقل خطرا. وتميل الفائدة على الشهادات للارتفاع قليلا عن معدلاتها على الأذونات، بسبب إمكانية التوقف عن السداد Default Risk الضئيلة فعليا على هذه الشهادات.

وتوفر شهادات الإيداع للمستثمر صاحب الوديعة مجموعة من المزايا؛ فمن جهة توفر له فرصة الحصول على النقد قبل موعد استحقاق الوديعة، وذلك عن طريق بيع الشهادة مقابل تنازله عن جزء من المردود. كما أنها قابلة للتداول في السوق الثانوي، إضافة إلى أن معدل المردود الذي تحققه للمستثمر أعلى نسبيا من المردود المحقق على حسابات التوفير. إضافة إلى ذلك فهي تتمتع بقدر كبير من السيولة، ودرجة عالية من الأمان؛ لأنها تصدر في معظم الأحيان بصيغة لحامله bearer form، كما أنها تكون مضمونة غالبا من المصرف المركزي، إضافة إلى أنها تجنب المستثمر فيها مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية. والجدير ذكره أن التعامل بشهادات الإيداع يتم في السوق الثانوي، وعلى الأسس نفسها المتبعة في التعامل بالسندات؛ فشهادة الإيداع مثل السند تباع على أساس المردود أو Yield، أي على أساس سعر الفائدة، وليس على أساس الخصم Discount كما هو الحال مع معظم أدوات سوق النقد.

## 1-4-2-5 القبولات المصرفية Banker's acceptances

هي عبارة عن سحوبات مصرفية يستخدمها المستورد عن استيراد بضاعة من الخارج . فهي إذا حوالات تنشأ بسبب الترتيبات الائتمانية القصيرة الأجل، إذ يصدر المصرف التجاري حوالة يتعهد فيها بالدفع عند الطلب، أو خصمها قبل تاريخ الاستحقاق. يتراوح استحقاقها بين 30-180 يوماً؛ فهي قصيرة الأجل، معتدلة المخاطرة، ويرتبط حجمها بمعدلات الفائدة على القروض المصرفية والعلاقة بينهما عكسية؛ فعندما تنخفض أسعار الفائدة يقل الإقبال عليها، كما يقل حجم إصداراتها؛ لأنه في مثل هذه الحال يكون من الأنسب للمستوردين الحصول على قروض مباشرة بدلاً من اللجوء إلى القبولات المصرفية. وبالعكس إذا ارتفعت أسعار الفائدة على القروض المصرفية يزيد حجم إصدار هذه القبولات؛ لأنه وإن ارتفعت معدلات الفائدة عليها إلا أن ذلك يكون في حدود أضيق من الزيادة المحققة في أسعار الفائدة على القروض بسبب أجلها القصير، ومن هنا تكون هذه القبولات أكثر ملاءمة من القروض المصرفية كونها مصدرًا من مصادر التمويل في الأجل القصير.

تعدّ القبولات المصرفية كشهادات الإيداع المصرفية أداة استثمارية مهمة من أدوات سوق النقد، فهي قصيرة الأجل؛ مما يوفر لها عنصر السيولة، كما أنها في معظم الأحيان تكون قابلة للخصم Eligible لدى المصرف المركزي، وهذا ما يوفر لها عنصر الأمان. والقبولات أداة فعالة لتنشيط التجارة الخارجية، ومن أجل سهولة تداولها في السوق الثانوي تصدر عادة بقيمة (1000) ومضاعفاتها.

## 2-4-2-5 استخدام القبولات المصرفية

تستخدم القبولات المصرفية منذ القرن الحادي عشر، إلا أنها لم تكن أدوات سوق نقد مهمة إلى أن ازداد حجم التجارة الدولية منذ ستينيات القرن المنصرم، وتستخدم القبولات لتمويل البضائع التي لم تنقل بعد من البائع إلى الشاري؛ فعلى سبيل المثال: إذا أرادت شركة "بيلت ويل" الأمريكية شراء بلدوزرات من شركة "كوماتسو" اليابانية؛ فإن "كوماتسو" لن تشحن البلدوزرات بدون أن يدفع لها؛ لأن "كوماتسو" لم تسمع بشركة "بيلت ويل" على الإطلاق، وتعلم أنها لن تستطيع التحصيل إذا لم يتم ذلك مسبقاً. في الوقت نفسه، فإن "بيلت ويل" تتردد في إرسال الأموال إلى اليابان قبل تسلم المعدات المطلوبة، ويستطيع المصرف أن يتدخل في هذه الحال عبر إصدار القبولات المصرفية.

تبدأ العملية مع حصول "بيلت ويل" على خطاب ضمان Letter of Credit من مصرفها، وينص خطاب الضمان ببساطة على أنه في حال لم تدفع "بيلت ويل" الالتزام المترتب عليها خلال مدة محددة؛ فإن المصرف سيقوم بذلك، وسيحول خطاب الضمان المصدر (كوماتسو أو مصرفها) باستخراج سحب زمني (مصرفي) Time Draft بقيمة البضاعة المباعة. ويشبه السحب الزمني الشيك بتاريخ لاحق؛ إذ يمكن

تحويله إلى نقد بعد مرور فترة محددة فقط. ترسل "بيلت ويل" الطلب على البلدوزرات مع خطاب الضمان إلى "كوماتسو"، وعند استلام "كوماتسو" للوثيقة؛ فإنها ترغب في شحن البضاعة لأن المصرف قد حل محل المشتري الفعلي. عند شحن المعدات تقدم "كوماتسو" خطاب الضمان ووثيقة الشحن إلى مصرفها في اليابان، وسيقوم مصرف "كوماتسو" بإصدار سحب زمني وإرساله إلى مصرف "بيلت ويل"، وعند تسلم الأخير للسحب الزمني ووثيقة الشحن يختم السحب الزمني بعبارة: (مقبول Accepted) ويعيده إلى مصرف "كوماتسو"، ويمثل السحب الزمني المقبول الآن القبول المصرفي. وبما أن القبول مظهر من قبل مصرف؛ فهو قابل للمتاجرة به في السوق الثانوي، وفي العادة يبيعه مصرف المصدر، ويحصل قيمته قبل الاستحقاق. يباع القبول بخصم بحيث يمكن للمشتري الحصول على عائد من الاحتفاظ به لحين الاستحقاق. وتنتهي العملية عندما تقوم "بيلت ويل" بإيداع الأموال في مصرفها؛ بحيث تغطي قيمة السحب الزمني (الآن أصبح- القبول المصرفي)، وعندما يستحق القبول يقدم لتسديد قيمته؛ فيقوم المصرف المصدر بسحب الأموال من حساب "بيلت ويل".

والآن يمكننا إجمال خطوات القبولات المصرفية كالاتي:

1. يطلب المستورد من مصرفه أن يرسل خطاب ضمان إلى المصدر.
2. يتسلم المصدر خطاب الضمان، يشحن البضاعة، ويستلم القيمة من مصرفه عند تقديم الخطاب ووثيقة الشحن.
3. يرسل مصرف المصدر سحبا زمنيا على أساس خطاب الضمان مع وثيقة الشحن إلى مصرف المستورد.
4. يختم مصرف المستورد السحب الزمني بعبارة: "مقبول"، ويرسل القبول من جديد إلى مصرف المصدر؛ بحيث يستطيع الأخير بيع القبول في السوق الثانوي، والحصول على مقابله.
5. يودع المستورد مبلغا في مصرفه بما يساوي القبول المصرفي عند استحقاق السحب الزمني.

### 3-4-2-5 مزايا القبولات

تمثل القبولات أداة مهمة في التجارة الدولية، وبدونها لن تتم العديد من الصفقات؛ لأن الأطراف الداخلة في العملية ستشعر بأنها غير محمية من الخسارة، وتتمثل مزايا القبولات بما يلي:

- i. يدفع للمصدر مباشرة، ولهذا أهميته عندما تكون مدد التسليم بعيدة عن زمن الشحن.
- ii. يحمي المصدر من مخاطرة الصرف؛ لأن المصرف المحلي سيدفع له بالعملة المحلية.
- iii. ليس على المصدر أن يقوم بتقييم الجدارة الائتمانية للمستورد؛ لأن مصرف المستورد يضمن الدفع.

#### 5-2-4-4 سوق القبولات المصرفية

تدفع القبولات لحاملها، ويمكن أن تباع وتشتري حتى الاستحقاق. تباع القبولات بخصم كالورقة التجارية والأذونات، ويقوم المتعاملون بالجمع بين الشركات التي تريد خصم القبولات: (بيعها والحصول على قيمتها فورا) مع الشركات التي ترغب بالاستثمار في القبولات المصرفية. تعدّ الفائدة على القبولات منخفضة؛ لأن مخاطرة السداد متدنية جدا، ولم تحصل أية حالة خسارة في سوق القبولات على مدى عقود طويلة، والسبب يعود ربما لأن المراكز المالية الضخمة فقط هي العاملة في هذه السوق.

**مثال.** لو أراد تاجر سوري أن يستورد بضاعة من إيطاليا يكون لديه بديلان لذلك:

- أن يفتح اعتمادا مستنديا من النوع الذي يتطلب دفع ثمن البضاعة كاملا للمورد بمجرد وصول مستندات الشحن، ويطلق على هذا النوع من الاعتمادات Sight Credit، أي اعتماد بالاطلاع.
- أن يلجأ إلى القبولات المصرفية عندما لا تتوفر لديه السيولة الكافية لدفع ثمن البضاعة فورا، كما يمكن اللجوء إليها في حالات أخرى لتحقيق مزايا ائتمانية يوفرها له المورد رغبة منه في الترويج لنوع معين من البضاعة.

إذا وقع اختيار المستورد على البديل الثاني؛ فعليه عندها أن يتفق مع أحد المصارف المحلية في سورية لإصدار قبول مصرفي يضمن فيه المصرف للمورد الإيطالي الحصول على ثمن البضاعة بوساطة مصرف مراسل في إيطاليا، ويصدر القبول بقيمة اسمية تساوي ثمن البضاعة، وبأجل يساوي المهلة الزمنية للسداد المتفق عليه بين المورد والمستورد، وبعد تسلّم المورد للقبول المصرفي يصبح بإمكانه الاختيار بين أن يحتفظ به لحين موعد استحقاقه وتسلّم قيمته الاسمية كاملة من المصرف المراسل في إيطاليا، أو أن يقوم ببيعه في السوق الثانوي للأوراق المالية بخصم معين. وتشتري المصارف التجارية عادة هذا النوع من القبولات، فتحقق بذلك عائدا هو: نسبة الخصم، وتلجأ إلى هذا الإجراء متى زادت نسبة احتياطياتها.

### 5-2-5-1 اتفاقيات إعادة الشراء (الريبو)

#### (Repos) Repurchase Agreements

إن اتفاقية إعادة الشراء، أو إعادة الشراء العكسي هي: اتفاقيات أو قروض قصيرة الأجل، يتفق فيها الطرفان على بيع وإعادة شراء الضمان نفسه. تستخدم عادة للاقتراض لليلة واحدة. يمكن أن تتم اتفاقيات الريبو العكسي فقط بين الأطراف التي وافق عليها مصرف الاحتياطي، وفي الأوراق المالية المعتمدة من قبله بمعنى الأوراق المالية الحكومية، وسندات الخزينة، وسندات الشركات... الخ. يقوم البائع بموجب اتفاق إعادة الشراء ببيع الأوراق المالية المحددة مع اتفاق لإعادة شراء الأوراق نفسها في تاريخ مستقبلي، وسعر يقرره كل من الطرفين، أي البائع والشاري. وبالمثل، يقوم المشتري بشراء الأوراق المالية، مع اتفاق لإعادة بيعها إلى البائع في موعد متفق عليه بسعر محدد سلفاً، وتسمى هذه الصفقة: الريبو عندما ينظر إليها من وجهة نظر البائع للأوراق المالية، والريبو العكسي: عندما ينظر إليها من وجهة نظر المشتري للأوراق المالية. وهكذا، تعتمد تسمية الاتفاق على أنه الريبو أو الريبو العكسي، على أي طرف قد بدأ الصفقة.

يحق للمقرض أو المشتري في الريبو الحصول على تعويض عن استخدام الأموال المقدمة للطرف الآخر. وعلى نحو فعال، يقتض بائع الضمان المال لفترة من الزمن (فترة إعادة الشراء) بمعدل فائدة معين يتفق عليه الطرفان مع مشتري الضمان الذي قدم الأموال إلى البائع، ويطلق على سعر الفائدة المتفق عليه: سعر إعادة الشراء. يتم التفاوض على سعر إعادة الشراء من قبل الأطراف المتقابلة بشكل مستقل عن سعر الكوبون أو معدلات الأوراق المالية (موضوع الاتفاق)، ويتأثر بظروف سوق النقد عموماً.

### 5-2-5-2 استخدام اتفاقيات إعادة الشراء

يدخل متعاملو الأوراق الحكومية سوق "الريبوز" غالباً، حيث يمكن للمتعامل بيع الأوراق المالية إلى مصرف مع الوعد بشرائها في اليوم التالي، وهذا ما يجعل "الريبوز" ضماناً قصير الأجل. ويستخدم متعاملي الأوراق المالية "الريبوز" لإدارة السيولة لديهم والاستفادة من التغيرات في أسعار الفائدة. ويستخدم مصرف الاحتياطي (المركزي) "الريبوز" لإنفاذ سياسته النقدية، فهو يعدل الاحتياطات بشكل منتظم، وللقيام بذلك فهو يبيع ويشترى أوراق الخزنة في سوق "الريبوز"، وفترات استحقاق اتفاقيات الاحتياطي الفدرالي (المركزي) لا تتجاوز 15 يوماً.

### 5-2-5-3 الفائدة على الريبو

بما أن "الريبو" تستخدم كضمان على أوراق الخزنة؛ إذن فهي أدوات استثمار متدنية المخاطرة عادة، ومن ثم فإن معدل الفائدة عليها متدن، ورغم أنه من النادر أن تحصل خسائر في سوق "الريبو"، إلا أن استخدام بعض الشركات للأوراق نفسها كضمان لأكثر من قرض قد عرضها للخسائر.

### 5-2-6-1 قرض فائض الاحتياطي الإلزامي

يستطيع البنك الذي يتوفر فيه فائض في قيمة الاحتياطي النقدي الإلزامي الواجب إيداعه لدى البنك المركزي إقراضه لبنك آخر لديه عجز في ذلك الاحتياطي، وهنا يفضل البنك ذو العجز الاقتراض بفائدة من البنك ذي الفائض تجنباً للعقوبات التي قد يفرضها عليه البنك المركزي، وذلك لمخالفته تعليمات البنك المركزي بوجوب الاحتفاظ بالاحتياطي النقدي الإلزامي بقيمة معينة ( تتوافق مع حجم الودائع لدى البنك المعني).

إن: فإن قروض فائض الاحتياطي الإلزامي عبارة عن أموال قصيرة الأجل تقرض أو تقترض بين المؤسسات المالية، وعادة لليلة واحدة. ونقطة الاحتياطي هنا مضللة، فالمصطلح يعود إلى العشرينيات عند بداية سوق الاحتياطي الفدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية، إذ بدأت المصارف التي لديها احتياطات زائدة بإقراض المصارف المحتاجة، وكانت الفائدة على الاقتراض قريبة من سعر الخصم لدى مصرف الاحتياطي الفدرالي.

### 5-2-6-2 الهدف من قروض الاحتياطي

وضع مصرف الاحتياطي الفدرالي متطلبات تلتزم بها كل المصارف بهدف التأكد من أن سيولتها ملائمة. وللوفاء بهذه المتطلبات: على المصارف الاحتفاظ بنسبة من ودائعها في مصرف الاحتياطي الفدرالي (المركزي)، ومن ثم فالهدف من قروض الاحتياطي عادة هو تأمين المصارف باحتياطات قصيرة الأجل، وتستطيع المصارف الاقتراض مباشرة من مصرف الاحتياطي، إلا أن الكثير منها يفضل الاقتراض من مصارف أخرى، ومن ثم لا يعلم المصرف الاحتياطي الفدرالي بأية مشاكل سيولة، والسبب في رغبة المصارف أن تقترض من سوق الاحتياطي هو أن الأموال الزائدة عن المطلوب لدى مصرف الاحتياطي لا تجلب أية فائدة؛ لذلك، ورغم أن الفائدة على الإقراض في سوق الاحتياطي متدنية إلا أنها بديل أفضل، وأحد مؤشرات انتشار هذه القروض بين المصارف، هو أن التعامل بها قد يصل إلى ما يقارب تريليون دولار في يوم تعامل عادي.

### 5-2-6-3 شروط قروض الاحتياطي

هي استثمارات ليلية واحدة غالباً، فالمصارف تحلل وضع احتياطياتها يومياً، ومن ثم إما تقترض أو تقرض. فلو فرضنا أن مصرفاً لديه 50 مليون \$ احتياطي زائد، فسيعلم المصارف التي يرتبط معها بحسابات؛ لمعرفة ما إذا كانت بحاجة لاحتياطيات ذلك اليوم. وسيبيع المصرف احتياطيه الزائد للمصرف الذي يدفع أعلى سعر، وفي حال الاتفاق يقوم المصرف صاحب الاحتياطي الزائد بإرسال الأموال للمصرف المقترض عبر الشبكة، هذا يعني أنه يتم عبر الشبكة التي تربط المصارف ببعضها إعلام مصرف الاحتياطي الفدرالي لنقل الأموال من حساب البائع وإيداعها في حساب المقترض. وفي اليوم التالي تعاد العملية من جديد.

### 5-2-6-4 معدلات الفائدة على قروض الاحتياطي

سوق الاحتياطي الفدرالي تنافسي، تتحدد فيه الفائدة بالعرض والطلب. ويراقب المحللون غالباً اتجاه أسعار الفائدة على الاقتراض قصير الأجل، والتي تنشر في الصحافة المالية تحت اسم المعدل الفعلي effective rate، وهو يمثل المتوسط المرجح لسعر الفائدة بين سماسة نيويورك. لا يستطيع مصرف الاحتياطي الفدرالي التحكم بمعدلات الفائدة على أموال الإقراض والاقتراض في السوق، بل يؤثر فيها عبر التحكم بمستوى الاحتياطيات المتاحة للمصارف؛ إذ يستطيع زيادة كمية النقود عبر شراء الأوراق المالية؛ مما يؤدي إلى زيادة الإيداع في المصارف وهبوط معدلات الفائدة، وإذا تدخل مصرف الاحتياطي بائعاً للأوراق المالية سيرتفع معدل الفائدة، ويعلن مصرف الاحتياطي الفدرالي غالباً عن نيته في رفع أو خفض معدل الفائدة مسبقاً، وبالرغم من أن معدلات الفائدة تترك تأثيرها في القليل من المستثمرين، إلا أن المحللين يعدونها مؤشراً على الاتجاه الذي يرغب مصرف الاحتياطي في أن يدفع الاقتصاد نحوه.

### المبحث الثالث

#### سوق اليورودولار والسوق بين المصارف

#### Eurodollars and Interbank Markets

##### الأهداف التعليمية:

1. توضيح كيفية نشوء سوق اليورودولار وتطوره.

2. فهم المقصود بفائدة الإقراض والإقتراض في سوق اليورودولار.

3. معرفة حساب سوق النقد ومؤشراته.

#### 5-3-1 سوق اليورودولار

#### Eurodollars Market

تحرص المصارف المركزية في العالم حتى هذا الوقت على الاحتفاظ بالدولار كأصل احتياطي لتسوية الديون الدولية؛ لما للدولار من مركز قوي بين العملات يعود إلى أسباب عدة منها: الثبات النسبي لقيمتها النقدية إلى جانب المركز القيادي الذي يحتله الاقتصاد الأمريكي في التجارة العالمية، وهذا ما جعل الدولار وسيلة مهمة من وسائل التمويل المستخدمة في المصارف التجارية، إضافة لكونه ملاذاً آمناً من قبل المدخرين الأفراد لاستثمار مدخراتهم.

وللاعتبارات السابقة فقد أصبح الدولار عملة أساسية في تنفيذ أغلب الصفقات المالية في أسواق النقد العالمي. وقد أخذ سوق اليورودولار تسميته الأصلية عندما أخذت بعض المصارف الأوربية تفتح لعملائها حسابات ودائع لأجل بالدولار، وتلتزم بدفعها لهم بحلول أجلها بالدولار أيضاً بخلاف العرف السائد لدى المصارف التجارية، والقاضي بدفع الودائع بالعملات المحلية: وقامت تلك المصارف باستخدام ما لديها من ودائع بالدولار في عمليات إقراض بالدولار أيضاً، وبفوائد أعلى من تلك التي تدفعها على الودائع، ومن هنا استمد سوق اليورودولار تسميته.

استمرت أسواق اليورودولار بالنمو على اعتبار أن معدلات الفائدة فيها أعلى من الأسواق المحلية والمصارف فيها تقبل بفارق أضيق بين فوائد الإيداع وفوائد الإقراض، إضافة إلى ذلك فإنها ليست عرضة للضوابط كما هو الحال في باقي الأسواق.

### 5-3-1-1 إيداع اليورودولار

بما أن اليورودولار عبارة عن ودائع زمنية بفترات استحقاق ثابتة، فإنها سائلة إلى حد ما. وكالعادة، خلقت الأسواق المالية أنواع جديدة من الأوراق المالية من أجل حل مشكلة السيولة، وكانت شهادات الإيداع القابلة للتحويل والتفاوض أحد هذه الأوراق، وبما أن ودائع اليورودولار لها أجل قصير، فإن سوق شهادات الإيداع محدود نسبياً.

### 5-3-2 السوق بين مصارف لندن

#### London Interbank Market

تعمل بعض مصارف لندن الكبيرة كسماسرة في السوق. وتمثل قروض اليورودولار بديلاً لقروض الاحتياطي الفدرالي. إذ تقوم المصارف من مختلف دول العالم ببيع وشراء القروض لليلة واحدة. ومعدل الفائدة المعطى على القروض المعروضة للبيع هو: الليبور LIBOR وعلى القروض المشتراة هو: LIBID وعلى اعتبار أن الكثير من المصارف تشارك في هذه السوق، فإنها شديدة التنافسية. والفارق بين معدلات فائدة البيع والشراء لا تتجاوز في العادة 0.125%. وتمثل ودائع اليورودولار، ودائع زمنية لا يمكن سحبها قبل انقضاء فترة محددة. ومع أن أغلب الودائع هي لليلة واحدة، فإن فترات الاستحقاق متنوعة، ولكل فترة استحقاق معدل فائدة.

تتقارب الليبور لليلة واحدة مع المعدل على قروض الاحتياطي الفدرالي، لأن أحدها بديل للآخر. لنفرض أن المعدل على قروض الاحتياطي الفدرالي لليلة واحدة يتجاوز الليبور؛ فإن المصارف التي هي بحاجة للاقتراض ستقترض اليورودولار لليلة واحدة مما يقود إلى ارتفاع المعدلات، والمصارف التي لديها أموال للإقراض ستمنح قروض الاحتياطي؛ مما يقود لتخفيض المعدل. ستعمل ضغوط العرض والطلب على التكييف السريع، وتقريب كلا المعدلين من بعضهما.

كانت كل القروض قصيرة الأجل في وقت سابق تكيف معدلاتها، وترتبط إلى معدلات أذون الخزانة، إلا أن سعة سوق اليورودولار وعمقه جعلت من الليبور مقياساً لبقية المعدلات؛ فعلى سبيل المثال تسعر المعدلات على الأوراق التجارية الأمريكية بفارق عن الليبور أكثر مما تسعر قياساً إلى معدلات أذون الخزانة. لم تعد سوق اليورودولار محصورة بمصارف لندن فقط؛ بل إن السماسرة الرئيسيين في تلك السوق يحتفظون بمكاتب في كل المراكز المالية الكبيرة عبر العالم.

### 5-3-3-1 حساب سوق النقد

### Money Market Account

يمكن فتح حساب سوق النقد في أي مصرف بطريقة مماثلة لحساب التوفير، إلا أنه أقل سيولة بالمقارنة بحساب التوفير العادي، وهو حساب منخفض المخاطر، إذ يستخدم البنك الأموال التي يقدمها المستثمر للاستثمار في أدوات سوق النقد، ويحصل صاحب الحساب على الفائدة مقابل السماح للبنك بإجراء مثل هذا الاستثمار، وتدفع الفائدة شهريا في العادة، وهي **تركب يوميا**.  
ويوجد نوعان من حسابات سوق النقد:

1. حساب معاملات سوق النقد: يمكن لصاحب الحساب من خلال فتح هذا النوع من الحسابات الدخول في الصفقات إلى جانب الاستثمار، على الرغم من أن عدد الصفقات محدود.
2. حساب مستثمر في سوق النقد: يمكن لصاحب الحساب من خلال فتح هذا النوع من الحسابات القيام بالاستثمارات فقط من دون أية صفقات.

### 5-3-3-2 مؤشر سوق النقد

### Money Market Index

لتحديد مقدار الاستثمار ومكانه في سوق النقد، يستند المستثمر إلى مؤشر سوق النقد، إذ يقدم له المؤشر معلومات عن أسعار السوق السائدة.  
هناك طرائق مختلفة لتحديد مؤشر سوق النقد مثل:

- I. **مؤشر سوق المطلعين**: وهو مؤشر مركب على أساس نمط السعر اللحظي لأدوات سوق النقد؛
- II. **مؤشر سالومون سميث بارني** لسوق المال العالمي: يتم تقييم أدوات سوق النقد بعملات عالمية مختلفة على أساس حساب المتوسط المرجح، وهذا يساعد في تحديد المؤشر.
- III. **معدل القبول المصرفي**: القبول المصرفي أداة سوق نقد، والسعر السوق السائد لهذا الصك، أي المعدل الذي يتم فيه قبوله في السوق الثانوية، يستخدم أيضا كمؤشر لسوق النقد.
- IV. **سعر الليبور** وغيره من الأسعار المشابهة: سعر الفائدة بين بنوك لندن هو أيضا بمثابة مؤشر لسوق النقد.



## الفصل السادس

### سوق الصرف الأجنبي

## Foreign Exchange Markets

المبحث الأول: التسعير في سوق الصرف الأجنبي

**Foreign Exchange Rates and Quotations**

المبحث الثاني: المراجعة بين المصارف Intermarket Arbitrage

المبحث الثالث: قياس التغير في أسعار الصرف الفورية

**Measuring a Change in Spot Exchange Rates**

المبحث الرابع: الأوامر في أسواق الصرف الأجنبي

**Orders in Forex Trading**

## المبحث الأول

### التسعير في سوق الصرف الأجنبي

## Foreign Exchange Rates and Quotations

### الأهداف التعليمية:

1. معرفة طريقة التسعير للعمليات بين المصارف.

2. فهم التسعير المباشر وغير المباشر.

3. إدراك طريقة تسعير الشراء والبيع.

تعطى الأسعار في سوق التجزئة في الغالب على شكل سعر العملة المحلية بالعملة الأجنبية، وتعطى أيضاً لأزواج من العملات، وإن كان هذا الأمر ليس واحداً في كل العالم.

### 1-1-6 التسعير بين المصارف

لقد عملت السوق بين المصارف على توحيد طريقة التسعير، ويمكن للمتعاملين والسماسرة المحترفين أن يحددوا سعر الصرف الأجنبي بطريقتين:

(1) سعر العملة الأجنبية مقابل دولار واحد.

(2) سعر الدولار مقابل وحدة من العملة الأجنبية

تحدد أغلب عملات العالم وفقاً لعدد الوحدات من العملة الأجنبية اللازمة لشراء دولار واحد؛ فالسعر بين الدولار والفرنك السويسري مثلاً يحدد كالاتي:

**SF 0.9884/\$**

وتقرأ على الشكل الآتي: **0.9884** فرنك سويسري مقابل الدولار.

تسمى هذه الطريقة في التسعير بالطريقة الأوروبية، وتعبّر عن سعر العملة الأجنبية مقابل دولار واحد.

وتسمى الطريقة البديلة بالطريقة الأمريكية، ويعبّر عن سعر الصرف نفسه كالاتي:

**\$1.0117/SF**

وتقرأ على الشكل الآتي: **1.0117** دولار لكل فرنك سويسري.

ففي الطريقة الأمريكية يحدد السعر بالدولار للوحدة الواحدة من العملة الأجنبية، وتعدّ التسمية الأمريكية

مقلوب التسمية الأوروبية:

$$\frac{1}{SF0.9884/\$} = \$1.0117/SF$$

أغلب التسميات في السوق بين المصارف تتم بالطريقة الأوروبية، ما عدا بعض الاستثناءات. وهكذا، فإن الطريقة الاعتيادية عبر العالم لتسعير الفرنك السويسري والدولار الأمريكي هي \$/SF0.9884، ويمكن أن يطلق على هذه الطريقة "بالتسمية السويسرية". ويسعر الين الياباني على الشكل ¥112.72/\$ ويطلق على التسمية "التسمية اليابانية"، بالرغم من أن التسمية الأوروبية قد اعتمدت كتسمية عامة لمعظم (وليس جميع) العملات منذ عام 1987 من أجل تسهيل التبادل عبر العالم من خلال وسائل الاتصال.

وكما ذكرنا فإنه يوجد العديد من الاستثناءات للتسمية الأوروبية. وأغلب الاستثناءات كانت متعلقة بالجنيه الإسترليني واليورو؛ فعند المتاجرة باليورو لأول مرة في كانون الثاني 1999، سَعَّر بالدولار الأمريكي مع الجنيه الإسترليني، أي سَعَّر اليورو بالدولار أو الجنيه. وكان تسعير الجنيه كعملة أجنبية لأسباب تاريخية. ولعقود، كانت الليرة الإنكليزية مقسومة إلى 20 شلنا، وكل شلن 12 بنسا. وكانت عملية الضرب والقسمة بالعملة غير العشرية صعبة. وجرت العادة على تسعير الصرف الأجنبي في لندن عشريا، ومن ثم القبول بالتحويل للأموال من العالم مقابل الجنيه، وقد استمر هذا التقليد مع تحول الإسترليني إلى النظام العشري بعد 1971.

تستخدم التسمية الأمريكية لتسعير أغلب عقود الخيارات والمستقبليات للعملات الأجنبية، كذلك في أسواق التجزئة التي تتعامل مع مدفوعات السواح والمدفوعات الشخصية. ويستخدم تجار الصرف الأجنبي أسماء مستعارة للعملات الرئيسية؛ فمثلا تعني كلمة "كابل" سعر الصرف بين الدولار والجنيه الإسترليني، وتعود التسمية إلى الفترة التي كانت الصفقات تعقد فيها بين الدولار والجنيه عبر الأطلسي باستخدام كابل التلغراف. ويسمى الدولار الكندي: "لوني"، وذلك بعد وضع الطائر المائي على الدولار المعدني، وتعني باريس الفرنك الفرنسي، والكيوي تعني دولار نيوزيلندا، و"أوسي" الدولار الاسترالي، وسويسري للفرنك السويسري، ودولار سينغ للدولار السينغافوري.

يجب أن تحدد كمية العملة في محادثات الصرف الأجنبي وذلك لتجنب الأخطاء الكبيرة. ويختلف معنى كلمة بليون بين إنكلترا والولايات المتحدة؛ فعند البريطانيين يتكون البليون من 1 يليه 12 صفراً أو مليون مليون، وفي الولايات المتحدة وفرنسا، إذ يتشكل نظام الترقيم من مجموعات من ثلاثة أصفار لا أربعة؛ فإن البليون هو ألف مليون أو 1 يليه 9 أصفار. وبالنسبة للبريطانيين فإن الترليون هو مليون بليون، بينما في الولايات المتحدة وفرنسا الترليون هو ألف بليون كما هو حال البليون البريطاني. لتجنب الفوضى، فإن تجار سوق الصرف الأجنبي يستخدمون البليون الأمريكي كمقياس.

### 6-1-2 التسعير المباشر وغير المباشر

توصف التسعيرات بأنها مباشرة أو غير مباشرة. ويمثل التسعير المباشر، سعر العملة المحلية مقابل وحدة من العملة الأجنبية. والتسعير غير المباشر سعر العملة الأجنبية مقابل وحدة من العملة المحلية. ويتوقف التسعير على المعنى الذي يقصده المتحدث بالمحلي:

فالتسمية SF0.9884/\$ عبارة عن تسعير مباشر في سويسرا، حيث العملة المحلية هي الفرنك السويسري مقوم بالعملة الأجنبية وهي الدولار الأمريكي، والتسمية SF0.9884/\$ نفسها عبارة عن تسعير غير مباشر في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث العملة الأجنبية المسعرة هي: الفرنك السويسري مقابل الدولار. ومقلوب هذه التسمية SF\$1.0117 عبارة عن تسعير مباشر في الولايات المتحدة وغير مباشر في سويسرا. إن التسعير المباشر للدولار مقابل الفرنك السويسري SF\$1.0117 يمكن اعتباره "القيمة الخارجية للفرنك السويسري"، أي قيمة فرنك سويسري واحد خارج سويسرا. القيمة الداخلية للفرنك السويسري هي: SF0.9884/\$، وتعني كمية الفرنكات السويسرية التي يمكن شراؤها بدولار واحد.

### 6-1-3 تسعير الشراء والبيع

تعطى التسميات بين المصارف على شكل سعر الشراء وسعر البيع أو (العرض)؛ فسعر الشراء أو سعر الصرف لعملة ما، هو ما يرغب المتعامل أن يشتري به عملة أخرى. سعر البيع هو سعر الصرف الذي يرغب المتعامل البيع به للعملة الأخرى، وعبر سعر الشراء وسعر البيع الأعلى قليلا يستطيع المتعاملين الحصول على أرباحهم من الفرق بين أسعار البيع والشراء. وتعدّ أسعار الشراء والبيع للصرف الأجنبي قضية مربكة، لأن سعر الشراء لعملة هو أيضا سعر البيع للعملة الأخرى؛ فالتاجر الباحث عن شراء دولارات بفرنك سويسري هو في الوقت نفسه يعرض الفرنك السويسري مقابل الدولارات.

**مثال.** لنفرض أن مصرفا يسعر البن الياباني كما في الجدول أدناه. السعر الفوري على الخط الأول يشير إلى أن عميل المتاجرة للمصرف سيشتري الدولارات (أي سيبيع البنات) عند سعر شراء ¥118.27 للدولار الأمريكي، والتاجر سيبيع الدولارات (أي سيشتري البنات) عند سعر ¥118.37 مقابل الدولار. كما هو واضح من الجدول أدناه؛ فإن السعر الكامل (كامل لكل نقاطه العشرية) يظهر في العادة فقط للأسعار الفورية الجارية. ومع ذلك؛ ينزع المتاجرون إلى الاختصار عند التحدث عبر الهاتف أو عند وضع الأسعار على شاشة العرض. المصطلح الأول: سعر الشراء للسعر الفوري يمكن أن يعطى كاملا وهو 118.27 ومن ثم فإن المصطلح الثاني، سعر البيع سيعبر عنه على الأرجح فقط عندما تختلف الأرقام عن سعر الشراء. إذا سعر الشراء والبيع للين فوري سيكون على الأرجح ظاهرا على شاشة العرض كالاتي: 118.27—37.

التسعير الفوري والآجل لليورو والين أمام الدولار

Term	Euro: Spot & Forward (\$/€)			Yen: Spot & Forward (¥/\$)		
	Mid Rates	Bid	Ask	Mid Rates	Bid	Ask
Spot	1.0899	1.0897	1.0901	118.32	118.27	118.37
Cash rates						
1 week	1.0903	3	4	118.23	-10	-9
1 mo	1.0917	17	19	117.82	-51	-50
2 mo	1.0934	35	36	117.38	-95	-93
3 mo	1.0953	53	54	116.91	-143	-140
4 mo	1.0973	72	76	116.40	-195	-190
5 mo	1.0992	90	95	115.94	-240	-237
6 mo	1.1012	112	113	115.45	-288	-287
9 mo	1.1075	175	177	114.00	-435	-429
1 yr	1.1143	242	245	112.50	-584	-581
Swap rates						
2 yr	1.1401	481	522	106.93	-1150	-1129
3 yr	1.1679	750	810	101.09	-1748	-1698
4 yr	1.1899	960	1039	96.82	-2185	-2115
5 yr	1.2102	1129	1276	92.91	-2592	-2490

نقد أعطيت الأسعار الفورية لكل عملة في أعلى صف من الجدول أعلاه، على شكل أسعار كاملة للشراء والبيع. أما الأسعار الآجلة فعادة تسعر بالنقاط، ويشار إليها على شكل أسعار "كاش" و"سواب"، وبحسب أجل الاستحقاق.

## المبحث الثاني المراجعة بين المصارف Intermarket Arbitrage

### الأهداف التعليمية:

1. فهم المقصود بالأسعار التقاطعية.

2. إدراك معنى المراجعة في السوق بين المصارف.

3. معرفة كيفية القيام بالمراجعة الثلاثية.

### 1-2-6 المراجعة في السوق بين المصارف

يمكن استخدام المعدلات التقاطعية للتحقق من فرص المراجعة في السوق بين المصارف. لنفترض أن

لدينا أسعار الصرف الآتية:

### أسعار الصرف التقاطعية للعملة الرئيسية

	Dollar	Euro	Pound	Sfranc	Peso	Yen	CdnDir
Canada	1.3618	1.6646	2.5071	1.0889	11898	.01230	—
Japan	110.73	135.34	203.85	88.539	9.674	—	81.309
Mexico	11.4456	13.9899	21.071	9.1519	—	.10336	8.4045
Switzerland	1.2506	1.5286	2.3024	—	.10927	.01129	.9183
U.K.	.54320	.6639	—	.4343	.04746	.00491	.39886
Euro	.81810	—	1.5062	.65418	.07148	.00739	.60075
U.S.	—	1.2223	1.8410	.79960	.08737	.00903	.73430

تسعير "سي تي بنك" للدولار الأمريكي أمام اليورو: \$1.2223/€

تسعير "بنك باركليز" للدولار الأمريكي أمام الجنيه الاسترليني: \$1.8410/£

تسعير "بنك دويتشه" لليورو أمام الجنيه الاسترليني: €1.5100/£

السعر التقاطعي بين "سي تي بنك" و"بنك باركليز":

$$\frac{\$1.8410/£}{\$1.2223/€} = €1.5062/£$$

إن السعر التقاطعي ليس مطابقا في تسمية بنك دويتشه، فهو عند €1.5100/£ ويوجد فرصة لتحقيق

أرباح من المراجعة بين الأسواق الثلاث.

## 2-2-6 المراجعة الثلاثية

يمكن لمتاجر في السوق لديه مليون دولار أن يبيع تلك الكمية إلى بنك باركليز وفق الآتي:  
 $1,000,000 \div \$1.8410/ = £543,183$

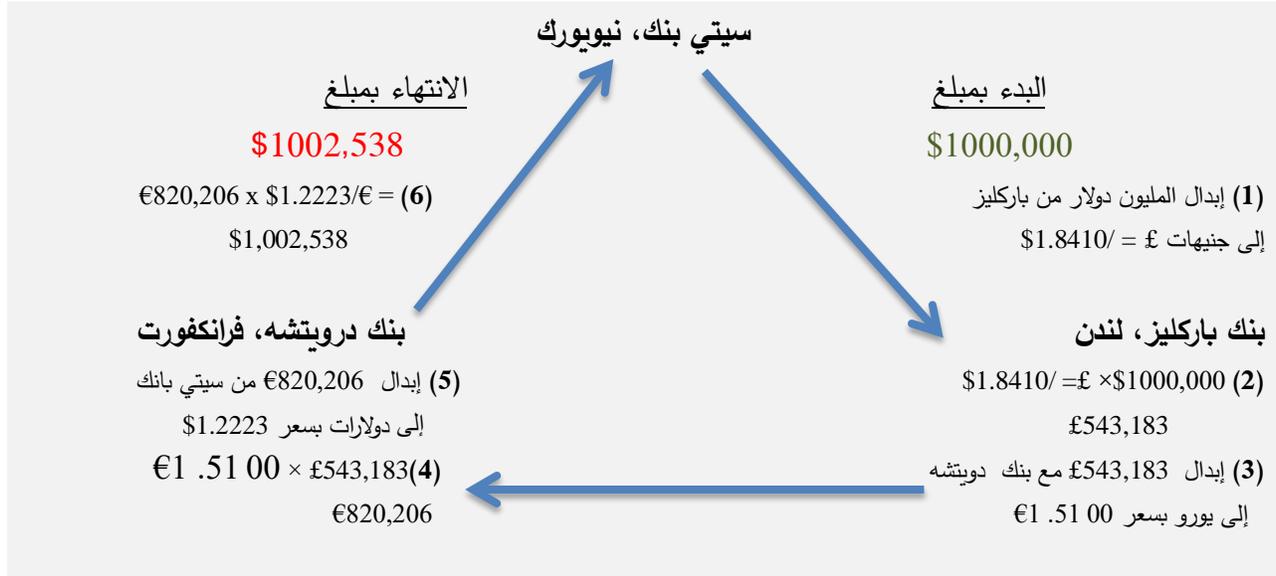
وبالتزامن، يمكن بيع تلك الجنيهات إلى بنك دويتشه كآلاتي:  
 $£543,183 \times €1.5100/ = €820,206$

يمكنه بعدها مباشرة بيع اليورو مقابل الدولار إلى "سيتي بانك"، ويحصل على:  
 $€820,206 \times \$1.2223/€ = \$1,002,538$

لقد تحقق لديه بنتيجة العملية ربحاً قدره \$2,538 خالياً من المخاطرة.

يمكن لمثل هذه المراجعة الثلاثية أن تستمر إلى أن يتحقق التوازن في سعر الصرف، أي حين يتساوى السعر التقاطعي مع السعر الفعلي مطروحاً منه أي هامش صغير كتكلفة معاملات.

### الرسم التوضيحي رقم (1-2-2-6). المراجعة الثلاثية



ويجدر الانتباه هنا إلى أمرين:

(1) أن هذه المراجعة عملية فقط؛ إذا كان للمشاركين إمكانية الوصول إلى الأسعار والتنفيذ الفوري. ومن ثم، يتم إجراء مثل هذه المراجعة من قبل تجار العملات الأجنبية فقط؛ إلا في حالات نادرة. إن المشاركة من قبل العموم أكثر صعوبة؛

(2) يمكن لمتاجري المصارف القيام بمثل هذه المراجعة من دون مبلغ أولي من المال، بخلاف وضعهم الائتماني، وذلك لأنه يجري الدخول في الصفقات، وتسويتها بالوسائل الإلكترونية، قبل التسوية العادية بيومين.

المبحث الثالث

قياس التغير في أسعار الصرف الفورية

Measuring a Change in Spot Exchange Rates

الأهداف التعليمية:

1. فهم عملية حساب التغير النسبي في سعر صرف العملة الأجنبية.
2. حساب التغير النسبي في سعر صرف العملة الأجنبية في حال التسعير المباشر.
3. حساب التغير النسبي في سعر صرف العملة الأجنبية في حال التسعير غير المباشر.

1-3-6 حساب التغير النسبي في سعر صرف العملة الأجنبية

لنفترض أن الفرنك السويسري مسعر كالاتي:

$$\text{SF } 1.6351/\$$$

وهو السعر نفسه:

$$\text{\$ } 061158/\text{SF}$$

وارتفع السعر فجأة إلى:

$$\text{SF } 1.5000/\$$$

وهو السعر نفسه:

$$\text{\$ } 0.66667/\text{SF}$$

إذا، ماهي الزيادة النسبية في قيمة الفرنك الدولارية، من ثم ما قيمة الحسابات المدينة أو الدائنة للأمريكيين والمقومة بالفرنك السويسري؟ نجيب على التساؤل: في حالتنا التسعير المباشر وغير المباشر.

1-1-3-6 حساب التغير النسبي في سعر صرف العملة الأجنبية (حالة التسعير المباشر)

يستخدم سعر صرف العملة المحلية أمام العملة الأجنبية، والصيغة المستخدمة لحساب التغير النسبي في سعر العملة الأجنبية هي الآتية:

$$\% \Delta = \frac{\text{Ending rate} - \text{Beginning rate}}{\text{Beginning rate}} \times 100$$

أو:

$$\text{التغير النسبي} = (\text{معدل آخر المدة} - \text{معدل أول المدة} / \text{معدل أول المدة}) \times 100$$

$$\% \Delta = \frac{\$0.66667/\text{SF} - \$061158/\text{SF}}{\$061158/\text{SF}} \times 100 = +9.008\%$$

في هذه الحال، أصبح الفرنك أقوى %9.0087 عند آخر سعر.

### 2-1-3-6 حساب التغير النسبي في سعر صرف العملة الأجنبية (حالة التسعير غير المباشر)

عندما يستخدم سعر صرف العملة الأجنبية أمام العملة المحلية؛ فإن الصيغة المستخدمة لحساب التغير النسبي في سعر العملة الأجنبية هي الآتية:

$$\% \Delta = \frac{\text{Beginning rate} - \text{Ending rate}}{\text{Ending rate}} \times 100$$

أو:

$$\text{التغير النسبي} = (\text{معدل أول المدة} - \text{معدل آخر المدة} / \text{معدل آخر المدة}) \times 100$$

$$\% \Delta = \frac{\text{SF}1.6351/\$ - \text{SF}1.5000/\$}{\text{SF}1.5000/\$} \times 100 = +9.008\%$$

أعطت كلتا الطريقتين التغير النسبي نفسه في سعر صرف العملة الأجنبية أمام الدولار.

يمكن الوصول إلى النتيجة نفسها في حال قمنا بالحساب على الشكل الآتي:

$$\% \Delta = \frac{\frac{1}{\$061158/\text{SF}} - \frac{1}{\$0.66667/\text{SF}}}{\$0.66667/\text{SF}} \times 100 = +9.008\%$$

## المبحث الرابع الأوامر في أسواق الصرف (الفوريكس) Orders in Forex Trading

### الأهداف التعليمية:

1. فهم تغير السعر وقيمة التغير ارتباطاً بنوع العقد أو المؤشر.
2. معرفة وحدات قياس التغير.
3. إدراك الاختلافات بين الأوامر الرئيسية في أسواق الصرف.

### 6-4-1 قياس التغير السعري

تستخدم في أسواق "الفوريكس"، اصطلاحات عديدة، تفرض على المتداول في تلك الأسواق، معرفتها أو الإلمام بها. ويمكن في هذا السياق، على سبيل المثال، أن يطرح التساؤل الآتي:  
كم يلزم، لتحريك أو زيادة السعر بنقطة واحدة؟ أو، ما عدد الأجزاء في النقطة الواحدة؟ كيف تتم المتاجرة بالنقطة؟...، وغير ذلك من التساؤلات. وتأتي الإجابة عادة، على الشكل الآتي: يختلف الأمر بحسب نوع العقد أو المؤشر.

### 6-4-2 المتاجرة بالنقاط ، العلامات أو الدرجات

#### (الأسواق المستقبلية)

يتم استخدام النقاط Points، والعلامات أو الدرجات Ticks؛ لوصف التغير في أسعار الأصول. ويعتمد استخدام المصطلح على السوق المعني، ومقدار تغير السعر محل التساؤل؛ إذ توجد في بعض المؤشرات من مثل مؤشر: S&P 500 E-mini، أربع درجات ticks في النقطة الواحدة point، بينما في عقود الذهب المستقبلية يوجد (10) درجات، ويرجع ذلك إلى أن حجم الدرجة في S&P 500 E-Mini يبلغ (0.25) من النقطة.

### 6-4-2-1 النقطة Point

تشير النقاط عادة، إلى تداول العقود المستقبلية، إذ تمثل النقطة أقل تغيير في الأسعار يمكن أن يحدث على الجانب الأيسر من الفاصلة العشرية؛ فعلى سبيل المثال: يمكن أن يحصل تغير في سعر عقود فيوتشرز S&P 500 E-Mini (ES)، من 1314.00 إلى 1315.00، وهو تغيير بنقطة واحدة. إذا تحرك

النفط الخام (CL) من 68.00 إلى 69.00؛ فهذه نقطة واحدة. كل حركة بمقدار نقطة لها قيمة بالدولار مرتبطة بها تحددها البورصة. إن تحركاً بمقدار نقطة واحدة على سبيل المثال في النفط الخام في بورصة شيكاغو التجارية (CME) يعادل (1000) دولار.

#### 6-4-2-2-4-6 Tick العلامة أو الدرجة

تمثل الدرجة أو العلامة: أقل تغيير محتمل في أسعار السوق المعنية، وقد تكون في أي مكان على الجانب الأيمن من الفاصلة العشرية. تعطي الأسواق أحجاماً أو قيماً مختلفة للعلامة أو الدرجة، وتتباين قيمة كل علامة باختلاف العقد المستقبلي. تبلغ قيمة علامة S&P 500 E-Mini، (0.25)، بينما في النفط الخام فتبلغ، (0.01)، وفي عقود الذهب المستقبلية GC، تبلغ (0.10).

إذن: تتألف النقاط من علامات. يمكن أن يتحرك السعر من 1300 إلى 1300.25، من ثم إلى 1300.50 و1300.75، أي عندما يتحرك السعر بأربع علامات، على الجانب الأيمن من الفاصلة العشرية، يكون قد تحرك بمقدار نقطة واحدة، أو يصبح 1301.00.

ما قيمة التغير بمقدار علامة واحدة نقدياً؟ يتوقف ذلك على نوع عقد الفيو تشرز المتاجر به، وقد أتينا على ذلك فيما سبق. إذ إن تحركاً بمقدار علامة واحدة في مؤشر S&P 500 E-mini، مثلاً يساوي \$12.50، بينما في عقود النفط الخام، تساوي \$10، وتنتشر القيم عادة على صفحات السوق المعني، من مثل مجموعة: بورصة شيكاغو CME Group website (كما في الجدول أدناه).

السوق	حجم العقد	النقاط	الحد الأدنى للعلامة	القيمة النقدية للعلامة
S&P 500 E-mini	-	\$50	0.25	\$12.50
Mini Nasdaq	-	\$20	0.25	\$5.00
النفط الخام	1000 برميل	-	0.10	\$10.00
السندات 30 سنة	-	\$1000	1/32(0.03125)	\$31.25
الذرة	5000 بشل	-	0.0025	\$12.50
العملة الأوروبية	125000 يورو	-	0.0001	\$12.50
الذهب	100 أونصة	-	0.1	\$10.00

### 3-4-6 الخانة العشرية الرابعة pip

(أسواق الصرف الأجنبي - الفوريكس)

تعود وحدة القياس هذه إلى أزواج العملات، إذ يحصل تحرك بمقدار خانة واحدة في كل مرة، يتحرك فيها الرقم العشري الرابع بوحدة واحدة. ينطبق ذلك على كل أزواج العملات، ماعدا الأزواج التي يدخل فيها الين الياباني (JPY).



مثال. إذا تحرك زوج اليورو إلى الدولار الأمريكي EUR/USD من 1.1609 إلى 1.1608؛ فإن ذلك يمثل تحركاً بمقدار خانة واحدة. وفيما يتعلق بأزواج الفوريكس التي تحتوي على الين الياباني يحدث تحركاً بمقدار خانة واحدة في الرقم العشري الثاني. إذا تحرك زوج USD /JPY من 109.16 إلى 109.15 ، فهذا يمثل حركة خانة واحدة.



تستخدم النقاط والعلامات في أسواق الفيوشرز عند الحديث عن تحرك السعر، بينما تستخدم النقطة أو الخانة العشرية، في أسواق الفوريكس للغرض نفسه. ويتم الآن استخدام كسور الخانة العشرية. حالة استخدام أربع خانات عشرية:

$$\text{EUR/USD} = 1.1805$$

أو في حال استخدام خمس خانات عشرية:

$$\text{EUR/USD} = 1.18052$$

لنقل إن اليورو إلى الدولار قد تحرك بالزيادة أو النقصان على الشكل الآتي:

EUR/USD = 1.1805	1.1806 ↑
	1.1804 ↓

يشكل مثل هذا التحرك (0.0001) من الدولار في كلا الاتجاهين، ويطلق عليه النقطة أو الخانة العشرية. وفي حال السمسار الذي يسعر بخمس خانات يكون التغيير (0.00010) ويتم التسعير للين الياباني:

USD/JPY = 110.21	110.22 ↑
	110.20 ↓

يشكل مثل هذا التحرك (0.01) من الين في كلا الاتجاهين، ويطلق عليه **نقطة واحدة**. وفي حالة السمسار الذي يسعر بخمس خانات يكون التغير (0.010) تعدّ طريقة الحساب المعتمدة في أسواق الفوريكس لحالات الربح أو الخسارة، هي تلك القائمة على إجمالي **النقط**.

إذا دخل المتداول مركزاً طويلاً أي شراء، زوج العملات EUR/USD عند 1.2750، وتحرك السعر إلى 1.2800، يمكن أن يغلق مركزه محققاً ربحاً يعادل 50 **نقطة**. ونفس الشيء في حال دخل مركزاً قصيراً، أي بيع، على زوج العملات نفسه عند سعر 1.2750 وتحرك السعر إلى 1.2800 يكون قد خسر 50 **نقطة!**.

تعتمد قيمة التحرك بمقدار خانة، أو بقيمة خانة على زوج الفوركس موضوع التداول. حيث بالنسبة للأزواج التي يتم إدراج الدولار فيها ثانياً (أي التسمية الأوروبية)، مثل: GBP/USD يتم تحديد قيمة الخانة عند 10 دولارات لكل 100,000 دولار يتم تداولها، وهي الكمية القياسية.

### الخانة العشرية الخامسة Pipett

بدأ بعض السماسرة في أسواق الفوريكس مؤخراً بالتسعير على أساس خمس خانات عشرية، وفي تلك الحالة يطلق على آخر خانة من سعر الصرف: كسور النقطة.



$$\text{EUR/USD} = 1.18052$$

يعني ذلك، التسعير بالرقم العشري الخامس. إذا تحرك سعر EUR/USD من (1.08085) إلى (1.08095)؛ فهذا يمثل خانة واحدة للحركة. إذا كان السعر يتحرك من (1.08085) إلى (1.08090)؛ فقد تحرك بنصف خانة، وقد يقال نصف نقطة. يوجد 10 كسور في الخانة الكاملة. إذن: كسور النقطة في أسواق الصرف، هي واحد من عشرة من قيمة النقطة. تطبق الكسور فقط في حالة التسعير بخمس خانات عشرية، وتظهر كخانة خامسة، ماعدا في حالة الين الياباني، حيث تظهر ثالث خانة.

إذن: يختلف الأمر بحسب السمسار، في استخدام أربعة أو خمسة خانات بعد الفاصلة العشرية؛ حيث يوجد سماسرة ممن يعرضون سعر صرف العملة بأربعة خانات بعد الفاصلة العشرية، ماعدا الين الياباني عادة، أو أزواج الين، ويطلق عليهم "بلغة السوق" سماسرة الأربعة أرقام FourDigit؛ كأن نقول:

$$\text{EUR/USD}=1.2354$$

أو

$$\text{AUD/USD}=0.7853$$

ويعرضون لأزواج الين رقمين عشريين، مثل:

$$\text{USD/JPY}=113.12$$

أو:

$$\text{GBP/JPY}=151.61$$

بينما يعرض ما يطلق عليهم "سماسرة الخمسة أرقام" FiveDigits، خمس خانات بعد الفاصلة العشرية، ماعدا الين أو أزواج الين. من مثل:

$$\text{EUR/USD}=1.23542$$

أو:

$$\text{AUD/USD}=0.78539$$

وغير ذلك. وبالنسبة للين إلى 3 خانات عشرية من مثل:

$$\text{USD/JPY}=113.121$$

أو:

$$\text{GBP/JPY}=151.613.$$

يتم المتاجرة في الفوريكس دوماً بأزواج عملات؛ لهذا فإن لكل عملة قيمتها النسبية مقابل عملة أخرى. من ثم فإن قيمة **النقطة** تتغير تبعاً لزوج العملات المعني. يحسب إجمالي **النقاط**، بأخذ سعر الشراء الأولي initial bid، من سعر إغلاق المتاجرة closing price، على الشكل الآتي:  
إجمالي النقاط = سعر إغلاق المتاجرة - سعر الشراء الأولي.

$$\text{Total Pips} = P_C - P_B$$

مثال. أصدر أحد المتاجرين أمراً لشراء اليورو مقابل الدولار الأمريكي عند سعر 1.2300، وبعد ساعات عدة، أغلق المتاجرة عند سعر 1.2350؛ فإجمالي التحرك هو:

$$1.2350 - 1.2300 = 50$$

وبشكل مشابه، أصدر المتاجر أمراً لشراء الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي GBP/USD عند سعر 1.31205، وبعد ساعات عدة، أغلق المتاجرة عند سعر 1.30502؛ فإجمالي التحرك هو:

$$1.3120 - 1.3050 = 70$$

## 4-4-6 حجم المتاجرة في الفوريكس Lot Size

يساوي الحجم القياسي للمركز في أسواق الفوريكس، 100 ألف وحدة من العملة الأساس. وعلى اعتبار

عدد الوحدات	الكمية
100000	القياسية
10000	المصغرة "ميني"
1000	المايكرو
100	النانو

أنها كمية معيارية أو مرجعية، لذلك يشار إليها؛ فيقال "كمية نظامية واحدة". ويمكن أن يكون حجم المتاجرة أقل أو أكثر من الكمية القياسية، كما في الجدول.

تستخدم الكميات في أسواق الصرف الأجنبي لقياس حجم المركز. أخذاً بالاعتبار لقيمة مركز المتاجرة والتحرك في زوج العملة المعني بالفواصل العشرية؛ مما يحدد الربح أو الخسارة.

## نقطة أساس Basis Point

يتم تداول مصطلح: " نقطة أساس"، وتعني 0.01%. تستخدم النقطة الأساس عادة، في حال الحديث عن المردود، بينما تستخدم الخانة العشرية Pip، في حال الحديث عن السعر. استناداً على ماسبق: تمثل النقطة الأساس أقل قيمة تغيير في معدل المردود. يتم استخدام نقاط الأساس في سوق العملات الأجنبية، إذ يشكل التغير القليل ربحاً أو خسارة كبيرة.

العملة المسعرة	العملة الأساس	
EUR/USD		1.0542
USD/EUR		0.9485

مثال 1. على فرض أن العملة الأساس هي الدولار الأمريكي، وإذ إن الكمية القياسية هي 100 ألف وحدة، يمكن حساب القيمة النقدية للنقطة على الشكل الآتي:

$$\text{Monetary value of a pip} = \text{Positions size} \times (0.0001)$$

$$.\$10 = (0.0001) \times (100000)$$

$$\text{وللكميات المصغرة: } \$1 = (0.0001) \times (10000)$$

وفي حال كان حجم المتاجرة هو 0.55 من الكمية القياسية، تكون قيمة النقطة:

$$\$5.50 = (0.0001) \times (55000)$$

مثال 2. لدينا التسعيرة الآتية للدولار الأمريكي مقابل الفرنك السويسري:

$$1.4525 / 1.4530$$

## القسم الثاني

في حال كان المتعامل مشترياً للدولار، يجب أن يركز على الجانب الأيمن من التسعيرة، على اعتبار أنها تمثل سعر البيع بالنسبة للمتعاملين. لنفترض أن عملية الشراء قد تمت لكمية قياسية. بعد ساعات عدة، تحرك السعر إلى 1.4550، وقرر المتاجر إغلاق مركزه، وكان السعر على الشكل الآتي:

$$\boxed{1.4550 / 1.4555}$$

لنحسب قيمة التغير:  $1.4530 - 1.4550 = 20$  نقطة.

قيمة النقطة:  $100000 \times (1.4550 / 0.0001) = \$6.87$

القيمة النقدية للتغير:  $6.78 \times 20 = \$137.40$

**مثال 3.** الدولار عملة أساس:

$$\text{USD/JPY} = 109.23$$

$$0.01 / 109.23 = 0.0000915 \text{ (تقريبي)}$$

$$1 \text{ PIP} = 0.0000915 \text{ USD}$$

**مثال 4.** الجنيه عملة أساس:

$$\text{GBP/JPY} = 122.54$$

$$0.01 / 122.54 = 0.0000816 \text{ (تقريبي)}$$

$$1 \text{ PIP} = 0.0000816 \text{ GBP}$$

قيمة النقطة = نقطة واحدة × سعر الصرف × حجم الصفقة أو المتاجرة

إذاً: تتوقف قيمة النقطة على حجم المتاجرة. ومن المثال رقم 2 إذا كانت حجم الصفقة 30 ألفاً؛ فإن القيمة:

$$30000 \times (1.4550 / 0.0001) = 2.06 \text{ تقريباً.}$$

يعرض الجدول أدناه، أزواج العملات في العمود الأول، يليه السعر، من ثم الكمية القياسية، وسعر النقطة المئوية في آخر عمود.

Currency	Price	Standard Lot (units 100,000)	Mini Lot (units 10,000)	Micro Lot (units 1,000)	Pip Value
AUD/JPY	\$92.03	\$10.30	\$1.03	\$0.10	\$10.30
AUD/NZD	\$1.1382	\$8.31	\$0.83	\$0.08	\$8.31
AUD/USD	\$0.9452	\$10.00	\$1.00	\$0.10	\$10.00
CHF/JPY	\$106.84	\$10.30	\$1.03	\$0.10	\$10.30
EUR/CAD	\$1.4029	\$9.63	\$0.96	\$0.10	\$9.63
EUR/CHF	\$1.2313	\$10.98	\$1.10	\$0.11	\$10.98
EUR/GBP	\$0.8464	\$15.96	\$1.60	\$0.16	\$15.96
EUR/JPY	\$131.56	\$10.30	\$1.03	\$0.10	\$10.30
EUR/USD	\$1.3513	\$10.00	\$1.00	\$0.10	\$10.00

## Orders الأوامر 5-4-6

يقبل السماسرة في أسواق الصرف الأجنبي أنواعاً مختلفة من الأوامر، إلا أنهم ليسوا موحدين في هذا الشأن. يوجد بعض الأوامر الأساسية التي يقبلها جميع السماسرة، وأوامر أخرى أقل أهمية، قد تبدو غريبة لبعض السماسرة ولا يقبلونها. وتتمثل الأوامر التي يمكن للمتعامل أو المتاجر إصدارها في الآتي:

أمر السوق Market Order، والمحدد Limit، والإيقاف Stop Entry، ووقف الخسارة Stop Loss، وإيقاف المتابعة Trailing Stop، وصالح لحين الإلغاء Good Till Cancelled، وجيد لنهاية اليوم Good For the Day، وواحد يلغي الآخر One-Cancels-the-Other، وواحد يتابع الآخر One-Triggers-the-Other.

أوامر السوق. الشراء أو البيع عند أفضل سعر سوق متاح.

مثال. إذا كان سعر شراء اليورو أمام الدولار هو 1.1285، والبيع عند 1.1287. إذا تم إصدار أمر سوق لشراء اليورو مقابل الدولار؛ سيتم البيع للمتاجر بسعر الشراء الحالي 1.1287، أو سيشتري بسعر البيع.

bid price	ask price
EUR/USD 1.1285	1.1287

مع الضغط على مفتاح الشراء؛ تقوم المنصة بتنفيذ المتاجرة التي تسمى أحياناً: (1-click ordering)

الأمر المحدد. يتم إصداره إما للبيع فوق سعر السوق، أو الشراء تحت سعر السوق، وعند سعر محدد.

أمر محدد شراء	أمر محدد بيع
	
يصدر الأمر تحت سعر السوق الحالي من ثم يرتفع السعر	يصدر الأمر فوق سعر السوق الحالي من ثم ينخفض السعر

مثال. السعر الحالي كما في الجدول. نرغب بالدخول في مركز طويل عند هبوط السعر إلى 1.1900

currently trading at
EUR/USD 1.1952

يوجد خياران في هذه الحالة:

## القسم الثاني

يمكن الجلوس أمام شاشة المتاجرة، والانتظار إلى أن يصل السعر إلى 1.1900 (وعندها يجب إصدار أمر سوق/ شراء)، أو يمكن إصدار أمر محدد شراء عند 1.1900 (في هذه الحالة سيتم التنفيذ آلياً، في حال وصل السعر إلى 1.1900).

إذا رغب المتاجر الدخول في وضع قصير على زوج العملات نفسه، عند سعر 1.2000 فيمكنه إصدار أمر محدد/ بيع عند سعر 1.2000، وسيقوم النظام بالتنفيذ آلياً عند وصول السعر إلى 1.2000. يمكن إصدار مثل هذا النوع من الأوامر شراءً أم بيعاً، في حال اعتقد المتاجر أن السعر سينعكس عند السعر المحدد من قبله.



**أمر الإيقاف.** يتم إصداره للشراء فوق سعر السوق أو البيع دون سعر السوق عند سعر محدد. وستعرض واجهة برنامج المتاجرة، للمستخدم، أي المتاجر في هذه الحالة، الخيارات المتاحة.



## الفصل السابع

أسواق رأس المال (الأسهم والسندات)

### Capital Markets

المبحث الأول: سوق الأسهم Stock Market

المبحث الثاني: سوق السندات Bond Market

المبحث الثالث: تحليل الأسهم والسندات Bonds and Stocks Analysis

## المبحث الأول: سوق الأسهم Stock Market

### الأهداف التعليمية:

1. أهمية ودور سوق رأس المال والمشاركين فيه.

2. تحديد أنواع وخصائص الأسهم.

3. تبين التغيرات في القيمة السوقية للأسهم.

### 7-1-1 أهمية ودور سوق رأس المال

يمكن تعريف سوق رأس المال، بأنه سوق صفقات مالية طويلة الأجل، تزيد مدة استحقاقها عن السنة، وتنفذ في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل. ولابد في سبيل توفير الفاعلية لسوق رأس المال من تحقق شرطين أساسيين هما:

أ. توافر أدوات الاستثمار المناسبة لتخصيص الأموال المتاحة للاستخدامات الرأسمالية الأكثر إنتاجية وبأقل تكلفة ممكنة، وهذا شرط مهم لأنه في هذه السوق تطرح الإصدارات المالية للمشروعات الاقتصادية عند تكوينها، وعليه يتوقف نجاحها إلى حد كبير على إمكانية الحصول على رؤوس أموالها بالتكلفة المناسبة؛  
ب. وجود سوق ثانوي نشط يوفر للأوراق المالية المصدرة درجة كافية من السيولة؛ تتيح لمن يحملها تحويلها إلى نقد إذا رغب في بيعها قبل حلول موعد أجلها، وهذا الشرط هام أيضا؛ لأنه يزيد من سرعة تداول هذه الأوراق، ويوفر لسوق رأس المال سمة العمق والاتساع.

يختلف دور سوق رأس المال عن سوق النقد من زوايا أساسية عدة، أهمها:

(1) بينما يعدّ سوق النقد مصدرا للتمويل القصير الأجل، يعتبر سوق رأس المال مصدراً للتمويل الطويل الأجل.

(2) تتمثل أولوية المستثمر في سوق النقد بعنصري السيولة والأمان، بينما يكون لعنصر الدخل الأولوية من قبل المستثمر في سوق رأس المال.

(3) سوق رأس المال أقل اتساعا من سوق النقد لكنه أكثر تنظيما، كما يمتاز المتعاملون فيه بكونهم من الوكلاء المتخصصين في الصفقات المالية الكبيرة، حيث يتحكم هؤلاء الوكلاء بحركة التداول في سوق رأس المال إلى حد كبير، وذلك عن طريق تكييف سياساتهم في الاحتفاظ بالأوراق المالية، أو طرحها للتداول بناء على التقلبات الحاصلة في الأسعار.

4) تختلف أغراض مصدري الأوراق المالية في أسواق رأس المال من الشركات والمستثمرين في هذه الأوراق عن أولئك في سوق النقد، حيث تستخدم الشركات والأفراد أسواق النقد لإيداع الأموال لفترة قصيرة من الزمن حتى تظهر الحاجة لها، أو تتوفر طريقة لاستخدامها بطريقة أكثر إنتاجية. وبالمقابل، فإن الشركات والأفراد يستخدمون سوق رأس المال للاستثمار الطويل الأجل.

لنفرض أنه بعد تحليل الوضع المالي بشكل متأن قررت شركتك أنها بحاجة إلى بناء مصنع جديد لتلبية الطلب المتزايد على منتجها؛ مثل هذا التحليل سيبنى على معدلات الفائدة التي تعكس التكلفة الحالية للأموال طويلة الأجل بالنسبة للشركة. نفرض الآن أن شركتك اختارت أن تمول المصنع عبر إصدار أوراق سوق نقد، كالأوراق التجارية مثلاً. طالما بقيت أسعار الفائدة دون ارتفاع فإن الأمور تسير على ما يرام، حيث يمكن عند استحقاق الأوراق قصيرة الأجل إعادة إصدارها بمعدل الفائدة نفسه، إلا أنه في حال ارتفعت أسعار الفائدة، فقد تجد الشركة أنه لا تتوفر لديها التدفقات النقدية أو الدخل لتمويل المصنع؛ لأنه عند استحقاق الأوراق قصيرة الأجل؛ على الشركة أن تعيد إصدارها بمعدل فائدة أعلى. ولو استخدمت الأوراق الطويلة الأجل كالسندات والأسهم لما كان ارتفاع الفائدة عاملاً مقلقاً كما هو الوضع الآن. ويمكن السبب في أن الأفراد والشركات يختارون أن يقترضوا لآجال طويلة من أجل تخفيض مخاطرة ارتفاع أسعار الفائدة قبل استحقاق الدين، إلا أن أغلب أسعار الفائدة طويلة الأجل أعلى من الفائدة قصيرة الأجل بسبب علاوة المخاطرة. وبرغم الحاجة لدفع معدل فائدة أعلى للاقتراض في أسواق رأس المال، إلا أن هذه الأسواق تبقى نشطة.

### 7-1-2 المشاركون في سوق رأس المال

يتمثل المصدرون الأوليون في سوق رأس المال بالحكومة والشركات؛ فالحكومة تصدر السندات لتمويل الدين العام، كما تصدر الحكومات المحلية السندات لتمويل المشاريع. تصدر الشركات كلا من الأسهم والسندات، ولعل من أصعب القرارات التي تواجه الشركات هو في ما إذا كان عليها أن تمول بالدين أو بالملكية؛ فقد تدخل الشركة أسواق رأس المال لعدم توفر رأسمال كاف لتمويل الاستثمارات، وقد تختار الشركة أن تدخل السوق؛ لأنها ترغب بالحفاظ على رأسمالها لملاقة حاجات غير متوقعة، وبمعنى آخر وجود أسواق رأس المال مهم جداً لاستمرار قطاع الأعمال. يأتي القطاع العائلي كأكبر مشتر لأوراق سوق رأس المال، حيث أن إيداعات الأفراد والقطاع العائلي في المؤسسات المالية تستخدم من قبل هذه المؤسسات لشراء أدوات سوق رأس المال كالأسهم والسندات.

### 7-1-3 أدوات الاستثمار في سوق رأس المال

تقسم الأوراق المالية في سوق رأس المال تبعاً للحقوق التي ترتبها لحاملها على الشركة المصدرة إلى أدوات ملكية: كالتعهدات، والخيارات، والأسهم، وأدوات دين تشمل السندات. ولعل الأسهم العادية، والممتازة، والسندات التي تصدرها الحكومات ومنشآت الأعمال هي أهم الأوراق المالية التي يجري تداولها. نتناول في هذا المبحث الأسهم، وننتقل بعدها في المبحث اللاحق للحديث عن السندات.

#### 7-1-3-1 أنواع الأسهم

- يمكن تقسيم الأسهم على أسس مختلفة منها: التقسيم على أساس شكل الإصدار، والحقوق المترتبة لحاملها. وعند التقسيم على أساس شكل الإصدار يمكن التمييز بين الأسهم كالاتي:
- 1- سهم لحامله Bearer Stock. عندما يصدر السهم بشهادة لا تحمل اسم صاحبه يكون لحامله، ويتيح هذا النوع من أنواع الإصدار مرونة كبيرة لتداول السهم في السوق، حيث تكتسب ملكية السهم بمجرد استلامه، لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء أكان ذلك بالسرقة، أم الضياع؛ لذا تحرّم معظم القوانين على الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.
  - 2- السهم الاسمي Nominal Stock. يصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتاً في الشهادة، ويسجل أيضاً في سجلات الشركة، ويتطلب انتقال ملكية السهم القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة.
  - 3- السهم الاذني أو لأمر An Order Stock. ويذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترناً بشرط الأمر أو الإذن، ويتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير من دون حاجة للرجوع إلى الشركة.

وعند التقسيم على أساس الحقوق المترتبة لحاملها يمكن تمييز الآتي:

#### I. الأسهم العادية Ordinary Stock

#### II. الأسهم الممتازة Preferred Stocks

ونتناول في هذا السياق الأسهم العادية والممتازة.

## Common Stock الأسهم العادية

يعرف السهم بأنه: " صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة، يمثل حصة المساهم في رأسمال الشركة" وتعدّ الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة، إذ تطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الإصدار.

لا تمنح الأسهم العادية حاملها أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين، وتصدر الأسهم العادية غالباً في فئة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات، إلا أن ذلك لا يمنع صدورها أحياناً في فئات متعددة بمزايا مختلفة، من مثل:

i. أسهم عادية فئة (أ)، ذات مركز مميز في الحصول على الربح، لكن لا تتمتع بحقوقها كاملة في التصويت؛

ii. أسهم عادية فئة (ب)، لها مركز أقل من حيث الربح، ولكن لها حق كامل في التصويت. تمثل الأسهم العادية حقوق ملكية؛ لذلك فإن حاملها يتمتعون بكل الحقوق من انتخاب مجلس الإدارة ورسم سياسة الشركة، وصولاً إلى استلام أنصبتهم من الأرباح، وما يتبقى من موجودات الشركة بعد تصفيتها. إذن: يتمتع حامل السهم العادي بحق التصويت، حق الحصول على الأرباح، وحقوق الأفضلية. وتعني حقوق الأفضلية: أن المساهم له الحق في الحصول على ما يوازي الأسهم التي يحملها في حالة قيام الشركة بزيادة رأسمالها، وذلك بصورة تناسبية، ولكل سهم حق واحد. ويصدر بهذه الحقوق وثائق أو شهادات، وذلك لتسهيل عمليات المتاجرة بها بيعاً أو شراءً، ويطلق عليها: التعهدات Warrants.

يحصل حملة الأسهم العادية على أنصبتهم من التوزيعات Dividends، وذلك في شكل نسبة مئوية من قيمة رأس المال، تعلن سنوياً من قبل مجلس الإدارة، وذلك في حدود القيود والشروط المحددة في العقد الأساسي للشركة وبما يتماشى مع قوانين الشركات المعمول بها في البلد المعني. ويتقاضون الأرباح الموزعة إما نقداً أو على شكل أسهم، وذلك بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة كافة حقوقهم في الربح. كذلك في حالة إفلاس الشركة، أو في حالة تسييل أصولها يتقاضى حملة الأسهم العادية حقوقهم من أصول الشركة بعد الدائنين كافة.

ويتمتع حامل السهم بحق نقل ملكية هذا السهم؛ بالبيع أو بالتنازل، والحصول على نصيبه من الأرباح التي تقرر المنشأة توزيعها. كما يتمتع بميزة أن مسؤوليته محدودة بحصته في رأس المال، وكما ذكر أعلاه، قد يحصل المستثمر على نصيبه من التوزيعات في صورة نقدية أو في صورة أسهم. ويرتبط عدد الأسهم التي يملكها المستثمر بقدرته على التأثير في قرارات المنشأة، ورغم ذلك فإن عدداً كبيراً من حملة الأسهم العادية لا

يمارسون هذا الحق بشكل فعال، ربما لضآلة عدد الأسهم التي يمتلكها كل منهم، أو لأن محفظة أوراقه المالية على درجة عالية من التنوع.

لا يجوز لحامل السهم الرجوع إلى المنشأة المصدرة لاسترداد قيمته، فإذا أراد التخلص منه فلا سبيل أمامه سوى عرضه للبيع في سوق المال. وفي حال الإفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم، بل قد لا يسترد شيئاً منها على الإطلاق. يضاف إلى ذلك أن ليس من حقه المطالبة بنصيبه من الأرباح طالما لم تقرر الإدارة توزيعها؛ فهي غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات حتى في السنوات التي تتحقق فيها أرباح.

### الأسهل الممتازة Preferred Stocks

تعطي الأسهم الممتازة مزايا خاصة لحاملها، لا يتمتع بها حامل السهم العادي، سواء أكان ذلك في الربح الموزع سنوياً أم في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو تسهيل أصولها. يحصل حامل السهم الممتاز على نصيب سنوي ثابت من الأرباح، يحدد إما في شكل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، أو في صورة مبلغ محدد. وفي حال وجود أرباح قابلة للتوزيع يكون لحامل السهم الممتاز الحق في الحصول على نصيبه منها قبل حامل السهم العادي، ولكن بشرط صدور قرار بالتوزيع من الجمعية العمومية بعد توصية مجلس الإدارة. من جانب آخر يكون حملة الأسهم الممتازة في مركز أسبق من حملة الأسهم العادية في استيفاء حقوقهم من أصول الشركة في حال الإفلاس أو في حال حل الشركة.

## 7-1-3-2 أسعار الأسهم العادية

يمثل التغيير المتوقع في إيرادات الشركة المحفز الرئيس لتحركات الأسعار. حيث يؤثر التغيير في مستوى الإيرادات بشكل مباشر في الأرباح الموزعة للسهم؛ مما ينعكس على أسعار الأسهم في السوق. وبهدف ضمان صحة القرار الاستثماري، لابد من تقييم كل العناصر المؤثرة في الإيرادات المتوقعة، وذلك قبل اتخاذ قرار الشراء. كما أن ثقة المستثمرين والمتعاملين تؤثر في مستقبل أسعار الأسهم. لذلك يجب البناء على سيكولوجية السوق بدلاً من الاعتماد فقط على الإحصاءات المتعارف عليها في التحليل؛ فالشركة لا تعمل في الفراغ، إنما في بيئة اقتصادية واجتماعية وسياسية تؤثر فيها. ويمكن أن تنقسم المؤثرات التقليدية التي تُحدد اتجاه أسعار الأسهم من خارج نطاق السوق إلى مجموعتين: عناصر اقتصادية، وأخرى سياسية. تتمثل العناصر الاقتصادية في: الإيرادات؛ عائد السهم (سعر السهم/إيرادات السهم)؛ الأرباح؛ سعر الفائدة؛ تجزئة الأسهم والأرباح الموزعة؛ العائد (الأرباح السنوية الموزعة/ سعر السوق الحالي)؛ أسعار السلع؛ في حل الشركات المنتجة للسلع المبتكرة؛ إجمالي الناتج القومي والمحلي. أما العناصر السياسية فتتمثل في: التوجهات والسياسات الحكومية؛ المصروفات الحكومية؛ الحروب؛ التصريحات الرسمية للمسؤولين في الحكومات.

## 7-1-3-1 التأثير في أسعار الأسهم

تستخدم الشركات بعض الآليات للتأثير في أسعار الأسهم، سواء أكان ذلك باتجاه رفعها أم خفضها، وذلك ضمن ضوابط معينة أهمها:

### (1) إعادة شراء الأسهم Share Repurchase

إذا زادت الموارد المالية المتاحة للشركة عن احتياجاتها الاستثمارية؛ فمن الأفضل توزيع الفائض على المساهمين. ويمكن أن يكون التوزيع في صورة نقدية، أو على شكل إعادة شراء الشركة لأسهمها. إن من شأن هذا الإجراء تخفيض عدد الأسهم؛ مما يترتب عليه ارتفاع ربحية السهم وقيمه السوقية.

### (2) الأسهم المجانية Stock Dividends

يمكن إعطاء المستثمر اسهما بدلاً من التوزيعات النقدية، أي التوزيعات على شكل أسهم، ويطلق على الأسهم الموزعة في هذه الحالة "الأسهم المجانية"، ويتحدد نصيب المستثمر من الأسهم المجانية بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة. تؤثر هذه السياسة في خفض القيمة السوقية للسهم، وتلجأ إليها الشركات عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة؛ مما قد يتسبب بابتعاد المستثمرين عن شرائه.

### 3) تجزئة الأسهم Stock Split

يقصد بالتجزئة أو الاشتقاق: تخفيض القيمة الاسمية للسهم؛ مما يضاعف عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال. تهدف هذه السياسة الى تخفيض القيمة السوقية للسهم؛ بما يسمح بزيادة الطلب عليه، ومن ثم يترك أثره الإيجابي في مستوى سيولته. حيث يتوقع أن تدفع تجزئة السهم باتجاه خفض نصيبه من الأرباح والتوزيعات، وهو مايقود الى انخفاض القيمة السوقية للسهم وتحسين سيولته.

إن الأسباب التي يمكن أن تكون وراء قرار التجزئة إلى جانب تحسين مستوى سيولة السهم، قد تتمثل في التأثير الإيجابي في القيمة السوقية للسهم، والتأثير في مقدار التوزيعات. إن حصة المساهم في ملكية الشركة لن تتأثر بقرار اشتقاق الأسهم بالرغم مما ورد أعلاه. قد يكون لقرار التجزئة تأثير ايجابي في القيمة السوقية للسهم، ويحصل ذلك إذا عدّه المتعاملون في السوق على أنه إشارة Signal بأن مستقبل الشركة واعد، ويتوقع أن ترتفع معه القيمة السوقية للسهم، ومن ثم وجبت التجزئة للحد من تأثير ذلك في سيولة السهم.

#### 7-3-3-1 قيمة السهم العادي

يمثل السهم العادي Common Stock، مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية. تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، ويكون منصوص عليها في عقد التأسيس عادة. وتحدد القيمة الاسمية حصة السهم الواحد في ملكية المشروع، ولذلك فإن مجموع القيم الاسمية للأسهم المصدرة يعادل كامل رأسمال الشركة. ويجوز في بعض الدول أن تصدر الأسهم بدون قيمة اسمية، أو بقيمة اسمية رمزية. وفي حال إصدار الأسهم بسعر أعلى من قيمتها الاسمية؛ فإن الفرق يسجل لحساب الاحتياطي الإجباري، أما في حال إصدار الأسهم بأقل من قيمتها الاسمية، فإن مالكي هذه الأسهم ملزمون بتسديد الفرق إلى الشركة في حال تعرضها للخسارة والتصفية. لا يجوز في الغالب أن تصدر الأسهم العادية بأقل من قيمتها الاسمية، وهي القيمة التي تظهر على شهادة السهم. وفي حالة إصدار السهم أول مرة، لا يوجد ما يضمن بيعه بقيمته الاسمية، بل قد تضطر المنشأة المصدرة له، أن تبيعه بقيمة أقل، وذلك من خلال تقديم خصم على قيمته الاسمية.

وتتمثل القيمة الدفترية للسهم Book Value في حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة، ولكنها تتضمن الاحتياطيات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

يجب التمييز بين القيمة الاسمية للسهم وقيمه الدفترية؛ على اعتبار أن القيمة الاسمية مفهوم قانوني، بينما القيمة الدفترية مفهوم محاسبي. ويتم التوصل إلى القيمة الدفترية عن طريق تقسيم صافي حقوق

المساهمين على عدد الأسهم المصدرة، أو بكلمات أخرى هي المبلغ الذي يصيب السهم الواحد من صافي موجودات الشركة بعد خصم التزاماتها.



ينتقد مدخل القيمة الدفترية **Book Value**، البسيط وغير المعقد، بسبب اعتماده على المعلومات التاريخية في قائمة المركز المالي (الميزانية العمومية)، وبسبب تجاهله الأرباح المتوقعة للشركة، وكذلك لعدم وجود علاقة مباشرة مع سعر سهم الشركة في السوق.

وتعني القيمة السوقية للسهم العادي Market Value: القيمة التوازنية Equilibrium بين العرض والطلب في السوق، من ثم فإنها تمثل إجماع السوق Market Consensus على قيمة السهم. وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية. يرتفع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية حين تحقق الشركة أرباحاً عالية ومنتامية، أما إذا كانت ربحية الشركة متدنية أو أنها تتكبد خسائر مستمرة، فإن سعر السهم في السوق سينخفض تحت القيمة الدفترية.

يعدّ التدفق المنتظم للمعلومات والأموال والانتقال في ملكيات الأسهم، من السمات الرئيسية للأسواق المتطورة والكفوءة. وتشجع الكفاءة المذكورة في أسواق الأسهم، على عمليات الشراء والتمويل بالملكية للمشاريع التي لديها إمكانات للنمو. ويترتب على ذلك أن تختلف القيمة الاسمية والقيمة الدفترية للأسهم العادية عن القيمة السوقية لها، وهي القيمة التي تحددها عوامل العرض والطلب في السوق المالي. إلا أن القيمة الاسمية والقيمة الدفترية تلعب دوراً في تحديد القيمة السوقية للأسهم. وتتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية، ويدرك المتعاملون في أسواق المال، أن التقييم الحقيقي للسهم، لا يتمثل في قيمته الاسمية أو الدفترية، بل تتوقف على العائد الذي يتوقع تولده نتيجة لامتلاكه، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر.

يرتبط مفهوم القيمة الحقيقية أو العادلة Intrinsic Value بالأوراق المالية عامة وبالسهم العادية بشكل خاص، ويدل على القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة Fair Market Value. وتحدد هذه القيمة بالنسبة لسهم ما استناداً إلى موجودات الشركة، والأرباح الموزعة على المساهمين، وآفاق النمو المستقبلية، وكفاءة إدارة الشركة. وتمثل قيمة السهم المحسوبة على هذا الأساس، ما يجب أن تكون عليه قيمة السهم. وتتم المقارنة عادة بين القيمة الحقيقية المحسوبة وسعر السهم في السوق؛ فإذا كان سعر السوق أعلى من القيمة الحقيقية؛ فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأكثر مما يجب Over-valued، ولا يصلح للاستثمار، ويجب التخلص منه إذا كان للمستثمر مركز فيه position. أما إذا كان سعر السوق أقل من القيمة الحقيقية فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأقل مما يجب Under-valued، وأنه يصلح للاستثمار؛ لأن سعر

السوق يجب أن يرتفع مع الوقت ليصل الى القيمة الحقيقية؛ مما يحقق ربحاً رأسمالياً للمستثمر. وعندما يكون سعر السوق مساوياً للقيمة الحقيقية فإن السهم يكون مقيماً كما يجب.

يمكن أن يرجع اختلاف سعر السوق عن القيمة الحقيقية للسهم، إلى أسباب عدة أهمها:

- المضاربات والتلاعب في أسعار الأسهم في البورصة.
  - عدم توافر المعلومات عن أداء الشركة.
  - الإفصاح غير الكافي عن المعلومات من قبل الشركة.
  - تحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين.
  - البطء في ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقاً للمعلومات الواردة.
- إن الاختلاف بين سعر السوق والقيمة الحقيقية للسهم، يخلق فرصاً للربح والاستفادة من عمليات شراء الأسهم في المدى القصير أو بيعها. وتمثل القيمة العادلة، التقييم الاقتصادي لسعر السهم، والتي يجب أن يكون عليها سعر السهم الحقيقي، المبنى على أساس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقع أن يجنيها المساهم لامتلاكه أسهم الشركة. ويجب الانتباه هنا إلى حالة النمو الثابت، وعدم النمو أو حالة النمو المتغير في الأرباح الدورية الموزعة.

### i

يبني مدخل القيمة التصفوية Liquidation Value، على أساس القيمة السوقية الحالية

لأصول الشركة؛ فهو بهذا المعنى، أكثر واقعية من مدخل القيمة الدفترية، ولكنه ما زال غير قادر على أخذ أرباح الشركة المستقبلية بالحسبان.

تمثل القيمة التصفوية، القيمة الحقيقية للسهم العادي التي يمكن الحصول عليها إذا تم بيع جميع أصول الشركة بقيمتها السوقية، وتم سداد جميع التزاماتها بما فيها الأسهم الممتازة، وما تبقى من أموال يتم تقسيمها بين المساهمين العاديين، كل حسب نسبة ما يمتلكه من أسهم في الشركة.

### 7-1-3-4 الإصدارات الجديدة وتكلفة الوكالة

من شأن إصدار المزيد من الأسهم العادية أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، ويزيد من ثم من حجم الطاقة الاقتراضية، أي يزيد من قدرة الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضي الحاجة.

وفي حال إصدار أسهم مقابل التوزيعات، يتحدد نصيب المستثمر بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة. ونظراً لأن إجراء توزيعات في صورة أسهم من شأنه أن يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، من دون أن تتأثر القوة الايرادية للشركة في المدى القصير في الأقل؛ فإن القيمة السوقية لمجموع الأسهم العادية تظل على ما كانت عليه قبل إجراء التوزيعات؛ مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسهم الواحد. وتجدر الإشارة إلى أن الشركة تلجأ عادة إلى هذا الإجراء بهدف الحد من ارتفاع القيمة السوقية للسهم، إلى درجة يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شرائه.

وقد يعدّ إصدار الأسهم الجديدة أمراً غير محبب، وذلك للأسباب الآتية:

(1) يؤدي إصدار المزيد من الأسهم العادية إلى ارتفاع تكلفة الأموال، وذلك لسببين: أولهما أن مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية أعلى من مخاطر الاستثمار في غيرها من الأوراق المالية، ومن ثم فإن العائد الذي يطلبه المستثمر يكون مرتفعاً عادة. أما السبب الثاني فهو أن أرباح الأسهم على عكس فوائد السندات لا تعدّ من التكاليف التي تخصم من حساب الضريبة، ومن ثم لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية.

(2) قد يترتب على إصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية، وهذا لا يعني إضعافاً لمركز المساهمين القدامى فقط، بل قد يعني كذلك إضعاف سيطرة حملة الأسهم العادية عموماً: الجدد منهم والقدامى على مجريات الأمور، ومن ثم يسمح لمجلس الإدارة أن يتصرف بحرية؛ مما يزيد من تكلفة الوكالة التي يتكبدها حملة الأسهم.<sup>1</sup>

(3) قد يكون لدى إدارة الشركة معلومات شبه مؤكدة عن مستقبل مزدهر للمنشأة، ولكنها لا تستطيع إحاطة السوق بتلك المعلومات، ربما للاحتفاظ بأسرار الشركة بعيداً عن المنافسين أو لأي سبب آخر. أي في ظل عدم تماثل المعلومات Information Asymmetry لدى المستثمرين المحتملين مقارنة بالمعلومات المتاحة لإدارة الشركة، قد يتبادر إلى أذهان المستثمرين أن قرار إصدار أسهم جديدة، هو رد فعل لا اعتقاد الإدارة بأن القيمة السوقية للأصول مغالى فيها، ومن ثم فقد يحجموا عن شراء أسهم الشركة، القديم منها والجديد، بالسعر الذي كانت تباع فيه قبل الإصدار الجديد. أي يتوقع أن تباع الورقة

<sup>1</sup>. هندي، منير إبراهيم (1992) - الأوراق المالية " أسواق رأس المال" ص 11.

المالية بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية، ويمثل الفرق نوع من تكلفة الوكالة يطلق عليه تكاليف نقص المعلومات لدى المستثمر المحتمل، وتختلف نسبة تلك التكاليف باختلاف الورقة المالية، إلا أنه من المؤكد أنها أكبر في حالة الأسهم العادية مقارنة بالأسهم الممتازة والسندات.

?

### الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة والأسهم العادية المضمونة

لا تعدّ التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية، من بين المصروفات الواجب خصمها من حساب الضريبة. وقد صدرت تشريعات ضريبية في بعض البلدان تسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها، في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة، وذلك بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة (الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة). كما أنه ليس لحامل السهم العادي الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرته في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهرت في بعض البلدان، أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض (الأسهم العادية المضمونة) إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال مدة محددة عقب الإصدار Puttable Common Stock. أما إذا لم يصل انخفاض القيمة إلى الحد المعين، أو إذا تجاوز الانخفاض الحد ولكن بعد انتهاء المدة المنصوص عليها؛ فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض. ويحصل المستثمر على عدد من الصكوك عادة، يطلق عليها: حقوق التعويض، وذلك مقابل الأسهم المشتراة. ويطلق على الأسهم والحقوق المقررة بالوحدات Units، كما يطلق على المستثمر فيها حامل الوحدة Unitholder. ويمكن أن يباع السهم والحق منفصلين عن بعضهما وذلك خلال المدة المحددة للمطالبة بالتعويض.

إذن: يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحاً رأسمالية خلال مدة التعويض مع كل ارتفاع في القيمة السوقية، أما مخاطر التعرض لخسائر رأسمالية، فإنها تحدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للمطالبة بالتعويض.

### 7-1-3-5 تعويض الانخفاض في القيمة السوقية للسهم

يكون التعويض أصلاً من خلال إصدار أسهم عادية إضافية يتم توزيعها على المستثمرين. ويتوقف نصيب كل مستثمر، بالطبع، على عدد الأسهم التي سبق أن اشتراها، كما يتوقف على مقدار الانخفاض في القيمة السوقية للسهم. يحمل التعويض بإصدار أسهم عادية، زيادة في ثروة الملاك الجدد على حساب الملاك القدامى. حيث إن انخفاض القيمة السوقية للسهم هو انخفاض له سمة العمومية، يصيب كل الملاك القدامى والملاك الجدد، في حين أن الملاك الجدد هم وحدهم الذين يحصلون على أسهم إضافية مجانية على سبيل التعويض، وهذا يعني زيادة حصتهم في ملكية الشركة. وإذا كان الانخفاض في القيمة السوقية للسهم كبيراً، فإن إصدار قدر كبير من الأسهم الإضافية لتعويض الملاك الجدد، من شأنه أن يؤدي إلى المزيد من الانخفاض في القيمة السوقية للسهم، وهو ما يؤدي بالتبعية إلى تضائل نسبي في نصيب الملاك القدامى في ممتلكات الشركة.

يضاف إلى ذلك أن هناك حداً أقصى لعدد الأسهم المصرح للشركة بإصدارها، وذلك على النحو المحدد في عقد التأسيس، وعليه فإن الانخفاض الكبير في القيمة السوقية للسهم قد لا يمكن تعويضه بإصدار أسهم جديدة، وذلك إذا ما كان من شأن الإصدار الجديد أن يؤدي إلى تجاوز الحد الأقصى لعدد الأسهم المصرح بإصدارها، وحينئذ تكون تصفية الشركة (وهي حالة مشابهة للإفلاس) هي أحد الحلول المحتملة، أما الحل البديل فهو: استمرار الشركة مع انتقال ملكيتها إلى الملاك الجدد.

ولتخفيف حدة الانتقادات التي توجه إلى إصدار هذا النوع من الأسهم استخدمت بعض الشركات آليات بديلة لتعويض الملاك الجدد عن انخفاض القيمة السوقية للسهم. وقد تمثلت تلك الآليات في النص على أن من حق الشركة دفع تعويض في صورة نقدية، أو في صورة أسهم ممتازة، أو أوراق تجارية أو مالية تمثل مديونية قصيرة الأجل، وتحمل سعر فائدة متحرك floating interest rate، وبتاريخ استحقاق وبقيمة اسمية محددتين مقدماً. لكن الآلية السابقة لا تخلو هي الأخرى من العيوب؛ فالتعويض النقدي قد ينتهي بالشركة إلى التصفية، وذلك إذا لم تتوافر لديها النقدية الكافية لتغطية التعويض المطلوب، كذلك فإن التعويض من خلال أوراق مالية أو تجارية تمثل مديونية قصيرة الأجل يعرض الشركة للإفلاس، وذلك في حالة فشلها في تدبير الأموال اللازمة لخدمة الدين خلال الأجل المذكور، أما النص على إمكانية التعويض بإصدار أسهم ممتازة، فمن شأنه أن يجنب الشركة التعرض لمخاطر التصفية، وهو ما يعني انخفاض حجم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها مشتري السهم. وغني عن البيان أن انخفاض المخاطر يعني إمكانية بيع السهم بسعر مرتفع، مما يعني زيادة حصة بيع الإصدار وانخفاض تكلفة الأموال بالتبعية، ومع هذا فإن التعويض بالأسهم الممتازة بعض المشاكل، فإضافة إلى أن لحملتها الأولوية على حملة الأسهم العادية في حال الإفلاس، وأن القيمة

الاسمية للسهم لا بد وأن تساوي القيمة الاسمية للسهم العادي، فإن لحامل تلك الأسهم الحق في توزيعات تعادل تماماً ما يحصل عليه حامل السهم العادي، كما أن له الحق في التصويت في الجمعية العمومية. ومعنى هذا أن السيطرة على مقدرات الشركة أو المنشأة تتحول آلياً من الملاك القدامى إلى الملاك الجدد، إذا ما بلغ ما يمتلكونه من أسهم عادية وأسهم ممتازة لها حق التصويت عدداً يفوق ما يمتلكه الملاك القدامى.

### فكر! .... ما التخفيف؟ Dilution

ماذا يحدث لسعر السهم عند إصدار أسهم جديدة؟

يعدّ التخفيف انخفاضاً في نسبة الملكية في شركة معينة بنتيجة إصدار الأسهم.

يؤثر الإصدار الثانوي على أسعار الأسهم عادة، إذ يعدّ إصدار المزيد من الأسهم من خلال طرح ثانوي خياراً للحصول على الأموال للإستخدام داخل الشركة، ويتبدى الجانب السلبي للطرح الثانوي في أنه يدفع سعر السهم إلى الهبوط غالباً.

بعد طرح أسهم الشركة، يتم تداول أسهمها في السوق المفتوحة. يتحدد السعر السوقي للسهم بحسب العرض والطلب، وهذا يساعد على تحديد الإدراك العام لقيمة الشركة، وإذا رغبت الشركة في جمع المزيد من رأس المال من خلال عرض الأسهم، فإن الحد الأعلى للمبلغ الذي يمكن أن تتوقعه مقابل كل سهم يتحدد بسعر السوق الحالي، إذ لا يمكن للشركة تحديد سعر أعلى من سعر السوق الحالي، في حال أرادت التقرب من المشتريين المحتملين لسهمها، ولإغراء المشتريين بالمشاركة في الطرح الثانوي، تعرض الشركات عادة ببيع أسهمها بخضم من القيمة السوقية الحالية. وبما إن المشتريين في السوق المفتوحة على علم مسبق بالطرح الثانوي، فإن السعر الذي قد يرغبون في دفعه مقابل السهم يتوافق عادة مع مقدار الخضم. بعد الطرح الثانوي، إذا كانت الشركة قد باعت الأسهم بسعر مخفض، فإن القيمة الحقيقية للشركة تنخفض على أساس كل سهم بسبب ظاهرة تسمى التخفيف.

مثال: لنفرض أن شركة ما مملوكة لشخص واحد هو أنت، ولديك 1000 سهم؛ فإذا قامت الشركة بطرح ل 100 سهم أخرى

يصبح عدد الأسهم  $1100 = 100 + 1000$ ، وتصبح نسبة ما تملكه هي:  $\frac{1000}{1100} \approx 91\%$ ، ومشتري الإصدار الجديد

يملك 9%. ولحساب التخفيف نحتاج إلى حساب معامل التخفيف أولاً: معامل التخفيف =  $1 - 9\%$  الأسهم المتخلى عنها.

معامل التخفيف =  $1 - 9\% = 91\%$ . لنطوّر سيناريو آخر ونفترض أن أسهم الشركة قبل الطرح كانت موزعة بين شخصين

بنسبة 50% لكل منهما، وبعد الطرح تملك الأول 600 سهم، والثاني بقي على 500 سهم. في هذه الحال سيتعدل معامل

التخفيف كالآتي: **الحصة الأولية × معامل التخفيف + نسبة التخفيف**، أي:  $50\% \times 91\% + 9\% = 54.54\%$  (هذه النسبة

تخص الشخص الذي تملك الأسهم المطروحة وهي 100 سهم والباقي 45.45% تخص الثاني)

لا يؤدي الطرح الثانوي إلى التخفيف دائماً، ومع ذلك؛ فإن الخوف من احتمال التخفيف يكون كافياً غالباً للتسبب بهبوط أسعار الأسهم، وإن بشكل مؤقت.

### 7-1-4 الأسهم الممتازة Preferred Stocks

يمثل السهم الممتاز ، سند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي. وتتمثل القيمة الدفترية في قيمة الأسهم الممتازة، كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق، إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق. ولحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، كما أن له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم. وإذا لم تتحقق أرباح في سنة مالية ما، أو تحققت أرباح ولكن قررت الإدارة عدم توزيعها، حينئذ لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات السابقة (حالة الأسهم المجمعّة للأرباح cumulative stock)، ومع هذا فقد تنص بعض عقود التأسيس على غير ذلك، أي تنص على أن الحق في التوزيعات يكون فقط عن السنوات التي تحققت فيها أرباح.

### 7-1-4-1 التمويل بالأسهم الممتازة

تتمتع المنشآت التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ببعض المزايا من أهمها:

- (1) أنها ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات في كل سنة تتحقق فيها أرباح.
  - (2) أن التوزيعات محدودة بمقدار معين.
  - (3) أنه لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها المنشأة من مشكلات صعبة.
  - (4) كذلك فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للمنشأة.
  - (5) يضاف إلى ذلك أن قرار إصدار تلك الأسهم قد يتضمن إعطاء المنشأة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها، أي إعادة شرائها، وذلك في مقابل أن يحصل حاملها على مبلغ يفوق قيمتها الاسمية. ويمثل هذا الحق ميزة للمنشأة؛ إذ يمكنها الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق، وذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق أن أصدرتها، وإحلالها بسندات ذات كوبون منخفض، أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض.
- إلا أن التمويل بالأسهم الممتازة لا يخلو من العيوب، وأهمها:

- I. ارتفاع تكلفتها نسبياً؛ فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق تكلفة الاقتراض، ويرجع هذا إلى أن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد لا تخضع للضريبة، ومن ثم لا تحقق المنشأة من ورائها وفورات ضريبية.
- II. يطالب حملة الأسهم الممتازة بمعدل أعلى للعائد لأنهم يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضون. وعلى عكس المقرضين، فليس هناك ما يضمن حصول حملة الأسهم الممتازة على عائد دوري، كما أنه في حالة الإفلاس، وتوزيع أموال التصفية، يأتي حملة الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية.
- III. من المآخذ على الأسهم الممتازة إلزامية التوزيعات؛ إذ ليس لحملة هذه الأسهم حق المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها، إلا أنهم يحتفظون بحقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يتم فيها التوزيع، وذلك من أرباح سنة لاحقة.
- IV. يمثل حق حملة هذه الأسهم في التصويت على بعض القرارات، من بينها تلك التي تتعلق بفرض قيود على إجراء التوزيعات مأخذاً إضافياً، كما يكون لهم الحق في التصويت أيضاً عند مواجهة المنشأة لبعض المشاكل مثل: عدم كفاية الأموال التي ينبغي احتجازها لاستدعاء الأسهم الممتازة .

#### 7-1-4-2 الأسهم الممتازة أداة هجينة

تجمع الأسهم الممتازة بين صفات الأسهم العادية والسندات التي تصدرها بعض الشركات، فهي كالأسهم العادية لكونها حقوق ملكية في الشركة، إلا أنها لا تشارك في الأرباح التي تزيد عن النسبة المحددة لها، ولا تشارك كذلك في الإدارة كما الأسهم العادية. ومن ناحية أخرى فهي تشبه السندات بحصولها على الأرباح، وذلك بصرف النظر عن النتائج التي تحققها الشركة.<sup>1</sup>

ونظراً لأن الأسهم الممتازة تجمع بين خواص السهم العادي والسند؛ فيطلق عليها بعضهم تسمية الأسهم المهجنة؛ فهي كالأسهم العادية أداة ملكية غير محددة الأجل، لكنها تشبه السند في أنها أداة من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، وتوفر لحاملها عنصر الأمان الذي يوفره السند، ولو بدرجة أقل. لكن أوجه الخلاف الرئيسية بين السهم الممتاز والسند يمكن حصرها بما يأتي:

- (1) السهم الممتاز أداة ملكية غير محددة الأجل، بينما السند أداة دين ذات أجل محدد.
- (2) فائدة السند واجبة الدفع بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة ربحاً أو خسارة، ولا يجوز تأجيلها، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة، بينما لا يحصل المساهم الممتاز على الأرباح إلا في

<sup>1</sup>. جابر، محمد صالح (1989) - الاستثمار بالأوراق المالية. ص 184.

السنوات التي تكون فيها الشركة رابحة، كما يمكن تأجيل توزيع أرباح الأسهم الممتازة من سنة إلى أخرى من دون أن يترتب على ذلك إفلاس الشركة.

(3) تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح؛ باعتبار أن هذه الفوائد مصروفا تمويليا، بينما لا يجوز خصم أرباح الأسهم الممتازة، وذلك لأنها توزيع للربح لا عبء عليه. وبسبب هذه الميزة قل استخدام الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل، ولاسيما في البلدان التي تتقاضى ضرائب عالية على الربح.

(4) تنص بعض التشريعات الضريبية على إعفاء نسبة معينة من ضريبة الدخل على الأسهم الممتازة، تصل أحيانا إلى 85% من الأرباح الموزعة، وهذه ميزة لا تتحقق لحامل السند عدا بعض الحالات الاستثنائية.

### 7-1-4-3 أنواع الأسهم الممتازة

تصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها سواء أكانت للمستثمر أو للشركة المصدرة، لاسيما من حيث توزيعات الأرباح أو القابلية للتحويل إلى أسهم عادية، أو قابليتها للاستدعاء من قبل الشركة المصدرة، وعلى هذا الأساس تقسم الأسهم الممتازة من حيث توزيعات الأرباح إلى الأنواع الآتية:

**الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح Cumulative Preferred Stocks:** وهي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا، لكنها لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب، وذلك قبل إجراء أية توزيعات لحملة الأسهم العادية، وذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق؛ إذ يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة، كما يسقط بالمثل حق حامل السهم الممتاز غير مجمع الأرباح. وفقا لما سبق، يحتفظ حامل السهم الممتاز مجمع الأرباح بحقه في الحصول على نصيبه من الأرباح، وذلك في العام التالي إذا أعلنت الشركة عن توزيع أرباح على المساهمين، كما يجب أن يعطى الأولوية في تحصيل أرباحه قبل المساهمين العاديين.

**الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح Participating Preferred Stocks:** يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه أيضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح من عملية التوزيع الأولي.

مثال. إذا صدرت الأسهم الممتازة بمعدل 10%؛ فهذا يعني أنها إذا كانت من النوع المشارك ستمكن حاملها من الحصول على نصيب إضافي من الأرباح، إذا تجاوزت نسبة الأرباح لحملة الأسهم العادية 10%،

ويمكن لحق المشاركة في الأرباح أن يكون مطلقاً غير محدد، كما يمكن أن يكون لهذا الحق حد أقصى؛ فتكون المشاركة في هذه الحالة جزئية.

**الأسهم الممتازة القابلة للتحويل Convertible Preferred Stocks:** تعد قابلية تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي، ميزة كبيرة تعطى لحامل هذا النوع من الأسهم؛ إذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي، وتوفر لحاملها خلال مدة زمنية محددة فرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية، وذلك إذا ارتفع السعر السوقي للسهم العادي؛ مما يحقق مكاسب رأسمالية.

**مثال.** لو أن مساهماً يمتلك 100 سهم ممتاز، 10% صادرة عن شركة مساهمة عامة بقيمة اسمية 500 ليرة للسهم الواحد، وتعطي لحاملها الحق في تحويلها لأسهم عادية بمعدل 5 أسهم عادية للسهم الممتاز الواحد. في حال ارتفع سعر السهم العادي في السوق المالي خلال مدة القابلية للتحويل؛ فبلغ 80 ليرة للسهم الواحد، هل من مصلحة المستثمر تحويل أسهمه الممتازة إلى أسهم عادية؟

كيف سيكون الوضع في حال كان الارتفاع في السعر السوقي للسهم كبيراً؛ بحيث وصل إلى 140 ليرة؟

- في هذه الحالة سيتخذ المستثمر قرار تحويل أسهمه الممتازة أو الاحتفاظ بها في ضوء المكاسب أو الخسائر التي ستترتب على التحويل؛ لهذا، وفي ضوء الظروف المشار إليها ليس من مصلحة المستثمر تحويل أسهمه الممتازة إلى أسهم عادية؛ لأن القيمة السوقية للأسهم العادية التي سيحصل عليها ستكون أقل من القيمة الاسمية للسهم الممتاز  $(80 \times 5) > 500$ .

- من مصلحة المستثمر أن يحول الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية؛ لأن ذلك سيعود عليه بمكاسب رأسمالية مقدارها:  $(140 \times 5) < 500$ ، وذلك مع مراعاة أنه يجب على المستثمر أن يأخذ بالحسبان لدى اتخاذ قراره عوامل أخرى مثل: التقلب الحاصل في السعر السوقي للسهم الممتاز نفسه.

**الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء Callable Preferred Stocks:** تصنف الأسهم الممتازة إلى قابلة للاستدعاء، وغير قابلة للاستدعاء. تعطي قابلية السهم الممتاز للاستدعاء، للشركة المصدرة، الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها إلى الشركة بسعر محدد، وعلى مدار مدة زمنية محددة من تاريخ الإصدار؛ مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لديها الحق في استهلاك هذه الأسهم إذا شعرت بأن لديها فائضاً من الأموال يمكنها من تضيق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين، من ثم تخفيض الرفع المالي للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي. يصدر شرط القابلية للاستدعاء غالباً مقترناً بشرط القابلية للتحويل إلى أسهم عادية، وذلك لأن شرط القابلية للتحويل من صالح المساهم، في حين يعتبر شرط القابلية للاستدعاء في صالح الشركة.

تمارين محلولة

**مثال 1:** فيما يلي بيانات مستخرجة من السجلات المحاسبية لشركة "تيليكوم" في 2016/12/31  
 (10000000)، سهم عادي قيمتها (\$10000000)، احتياطات (\$3000000)، أرباح محتجزة  
 (\$2000000)، حقوق ملكية (\$15000000).  
 علماً أن:

- 1- صافي الربح بعد الضريبة /\$2400000، وقد وافقت الهيئة العمومية على توزيع /\$1500000 منه نصف مليون تخص حملة الأسهم الممتازة.
  - 2- اشترى أحد المستثمرين عدداً من أسهم الشركة من السوق المالي في بداية العام بسعر /\$5 للسهم، فيما كان السعر السوقي في 12/31 هو /\$8 للسهم، وبلغ عدد الأسهم المتداولة من أسهم الشركة /20000000.
  - 3- عدد الأسهم الممتازة في رأسمال الشركة بتاريخ 12/13 هو /100000/سهماً، تربح 105 وبقية اسمية /\$50/ للسهم الواحد.
  - 4- عدد الأسهم العادية من رأسمال الشركة في بداية العام /9000000/ سهماً، وقد أصدرت الشركة /1000000/ سهم لزيادة رأس المال بتاريخ 7/1.
- والمطلوب: حساب ربحية السهم، نصيب السهم من التوزيعات، المردود الجاري، مضاعف سعر السهم، القيمة الدفترية للسهم، العائد لفترة الاحتفاظ ومعدل دوران السهم.

**الحل:**

$$EPS = (\text{صافي الربح بعد الضرائب} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}) / \text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية}$$

$$= (500000 - 2400000) / (12/6 * 1000000 + 12/12 * 9000000) = 9500000 / 1900000 = 0.2$$

$$DPS = (\text{صافي الربح بعد الضريبة المعد للتوزيع} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}) / \text{عدد الأسهم العادية}$$

$$= (500000 - 1500000) / 1000000 = 0.1 = 10\%$$

$$\text{المردود الجاري} = (DPS / \text{القيمة السوقية للسهم}) * 100\%$$

$$= (0.1 / 8) * 100\% = 0.0125$$

$$\text{مضاعف سعر السهم} = \text{السعر السوقي} / EPS$$

$$= 8 / 0.2 = 40$$

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \text{صافي حقوق الملكية} / \text{عدد الأسهم}$$

$$1.5 = 10000000 / 15000000 =$$

العائد لفترة الاحتفاظ = (القيمة الإجمالية لدخل المستثمر من السهم / سعر الشراء) \* 100

$$0.64 = 5 / (0.2 + 3) =$$

(حيث 3 = سعر الشراء - سعر 12/31 ، و 0.2 تمثل نصيب السهم من الأرباح المحققة).

معدل دوران السهم = عدد الأسهم المتداولة خلال العام / عدد الأسهم المسجلة في الميزانية

$$= 10000000 / 20000000 = 2 \text{ مرة .}$$

**مثال 2:** بفرض أن شركة عامة مساهمة قد تكونت برأسمال /\$10000000/ على النحو الآتي:

أسهم عادية 6000000 سهم بقيمة اسمية \$1 للسهم

أسهم ممتازة (8%) 400000 سهم بقيمة اسمية \$10 للسهم

وبفرض أن الشركة أعلنت عن توزيع أرباح نقدية قدرها /\$1500000/، فما هو نصيب كل من المساهمين

العاديين والمساهمين الممتازين على أساس:

أ- الأسهم الممتازة غير مجمعة، وغير مشاركة في الأرباح.

ب- الأسهم الممتازة مجمعة للأرباح، ولكن غير مشاركة في الأرباح علماً أن الشركة لم تجر توزيعات

لأرباح خلال السنتين الماضيتين بقرار من الجمعية العمومية.

**الحل:**

$$\text{أ- } 4000000 * 8\% = 320000 \text{ نصيب الأسهم الممتازة}$$

$$1500000 - 320000 = 1180000 \text{ نصيب الأسهم العادية}$$

$$\text{ب- } 4000000 * 8\% = 320000 \text{ نصيب الأسهم الممتازة في السنة}$$

$$3 * 320000 = 960000 \text{ نصيب الأسهم الممتازة عن السنة والسنتين الماضيتين}$$

$$\text{ويبقى للأسهم العادية: } 1500000 - 960000 = 540000 \text{ $.}$$

## المبحث الثاني: سوق السندات Bond Market

### الأهداف التعليمية:

1. تبين خصائص السندات.

2. فهم أسس تقسيم السندات.

3. معرفة مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات.

### 7-2-1 الخصائص الرئيسية للسندات

تمثل السندات صكوك مديونية؛ فهي قروض منظمة تقوم بتدبيرها المؤسسات والهيئات والشركات الكبيرة لتمويل عملياتها. ويختلف السند عن القرض بقابليته للتداول؛ إذ يمكن بيعه والتصرف به في الأسواق الثانوية. وعند المقارنة مع السهم يمكننا ايراد الخصائص التالية للسند:

1- السند أداة دين، يرتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنية؛ في حين يرتب السهم لحامله حق الملكية؛ لهذا يكون حامل السند الأولوية على حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء أكان من أرباح الشركة أم من أصولها في حال الإفلاس أو التصفية.

2- السند أداة ثابتة الدخل: يعدّ السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل؛ لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعاً لتغير نسبة توزيع الأرباح، ويشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز.

3- محدودية أجل السند. يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله، وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار، بخلاف السهم الذي لا يحدد بأجل، بل يبقى قائماً مادامت الشركة المصدرة قائمة. ويعدّ أجل السند عنصراً مهماً في تحديد معدل فائدة السند (الكوبون)، وكذلك سعره السوقى.

4- قابلية السند للتداول. تسري بخصوص تداول السند الأحكام المطبقة نفسها بشأن تداول السهم؛ فالسند يشبه السهم في هذه الخصيصة، وتساهم خاصية التداول، في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

### 7-2-2 إصدار السندات

تصدر السندات بواحد من أسلوبين هما:

- 1- الإصدار العام. إذ يتولى مصرف استثمار أو مجموعة مصارف عملية إدارة الإصدار، مع ضمان شراء السندات التي لم يكتب بها، ويسمى هذا النوع من الإصدارات: إصدارا عاما Public Offering.
- 2- الإصدار الخاص. يقتصر دور مصرف الاستثمار في هذه الحالة على الوساطة فقط، من دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب. ويتم الإصدار بموجب اتفاقية تتم بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات بناء على شروط خاصة يتم الاتفاق عليها من خلال المفاوضات، ويسمى هذا النوع من الإصدارات: إصدارا خاصا Private or Direct Placement.

### 7-2-3 أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة كالاتي:

- على أساس جهة الإصدار: تقسم السندات على هذا الأساس إلى سندات حكومية وأخرى أهلية (الشركات)، ويمكننا عبر إجراء مقارنة بسيطة بين السندات الحكومية والسندات الأهلية أو سندات الشركات، الوقوف على بعض الأمور المهمة:
  - تصدر سندات الشركات بمعدلات فائدة أعلى من تلك التي تصدر بها السندات الحكومية؛ لأن السندات الحكومية تعدّ من الأوراق المالية ذات الدرجة الاستثمارية المناسبة للمؤسسات المالية والمصرفية؛ نظرا لما تتمتع به من درجات عالية من الضمان لأصل المبلغ والفائدة، وذات القابلية التسويقية العالية؛ فهي بمثابة أوراق خالية المخاطرة risk-free، ويعزى سبب ذلك إلى قدرة الحكومة في تحصيل الإيرادات وإصدار سندات إضافية تستخدم لتسديد التزاماتها من الإصدارات السابقة.

?

حامل سند الشركة أكثر تعرضا من حامل السند الحكومي؛ لما يعرف بمخاطرة الائتمان Credit Risk، والمترتبة على احتمال عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية. ويقصد توفير بعض الحماية للمستثمر فيها، تصدر هذه السندات في كثير من الأحيان مضمونة، وقد يتضمن عقد إصدارها Indenture، أحيانا شرطا يسمى: شرط التعجيل Acceleration Clause، وينص هذا الشرط على أنه في حال توقف المدين عن دفع قسط الفائدة ولو لمرة واحدة حسب الجدول المحدد؛ فيستحق حينئذ دفع الدين كاملا. تصدر هذه السندات بدرجات أو رتب مختلفة حسب جودتها مثل سندات فئة (AAA) وأخرى فئة (AA).. إلخ، وذلك لتحديد درجة المخاطرة التي على المستثمر أن يتوقعها.

- تعدّ السندات الحكومية أكثر سيولة من سندات الشركات، وذلك اعتماداً على خصيصة الأمان الناجم عن تدني المخاطرة.

- تصدر السندات الحكومية غالباً مقرونة بشرط الإعفاء لفوائدها من ضريبة الدخل.

• **تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار.** إذ تأخذ شكل سندات لحامله Bearer، أو سندات اسمية أو مسجلة Nominal or Registered.

يكون السند لحامله عندما يصدر خلواً من اسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام، ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها. وتحصل بمجرد نزع الزبون الكوبون المرفق بالسند، وتقديمه للمصرف الذي يتولى دفع الفوائد، وعند حلول موعد الاستحقاق يكون لحامله أيضاً الحق في استلام قيمته الاسمية من المصرف مباشرة. يكون السند اسمياً أو مسجلاً متى حمل اسم مالكه، كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة. والسندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل Fully Registered، ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي وفائدته؛ لذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند، وعن طريق المصرف، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلاً جزئياً Partially Registered، ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط؛ أما الفائدة، فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله شكل كوبونات ترفق بالسند، وتزعم منه بمجرد استحقاقها لتحويلها من المصرف مباشرة.

تفرض السندات على مصدرها عادة أن يدفع مبلغاً محدداً عند تاريخ معين، مع دفعات فائدة دورية. وتمثل القيمة الاسمية أو القيمة عند الاستحقاق، مع معدل الكوبون، أو معدل الفائدة المبالغ الواجب على مصدر السند دفعها. يبقى معدل الكوبون ثابتاً في العادة طوال عمر السند، ولا يتذبذب مع معدلات فائدة السوق. كما تعدّ معدلات الفائدة القصيرة الأجل أكثر هشاشة تجاه معدلات التضخم، والمستثمر في الأوراق طويلة الأجل يتوقع عودة المعدلات إلى المستوى الطبيعي؛ لذلك فإن المعدلات طويلة الأجل أقل تغيراً.

لقد صممت سندات محدثة لإزالة مخاطر التضخم، لها معدلات فائدة تحسب مع مؤشر أسعار المستهلك. وتطفاً السندات عند الاستحقاق عند السعر الأعلى بين الصك المربوط بالتضخم أو القيمة الاسمية عند الإصدار الأصلي، أيهما أكبر. وبدأت الخزانة الأمريكية في العام 1985 بإصدار سندات

بصيغة قيود دفترية تسمى: "ستريبس Separate Trading Registered Interest Principal (STRIPS) Securities"، حيث يتم الإصدار والحساب إلكترونياً. تفصل في أوراق الخزانة المجزأة دفعات الفائدة الدورية عند السداد للصك في آخر المدة. فعندما يتم تجزئة أوراق الخزانة أو سندات الثابتة القيمة أو المربوطة بالتضخم؛ فإن مدفوعات الفائدة ومدفوعات الصك تصبح ورقة مستقلة بكوبون صفري Zero-

coupon، وكل جزء من الورقة له رقم، ومن ثم يمكن الاحتفاظ أو المتاجرة به بشكل مستقل. وكان القطاع الخاص قد خلق الأوراق المجزأة بشكل غير مباشر في مطلع الثمانينات، قبل أن تقدم الحكومة هذه الأوراق. وكانت "ميريل لينش" Merrill Lynch قد خلقت ما يسمى: التايجرز Treasury Investment Growth Fund (TIGR's, Tigers) بشكل غير مباشر في مطلع الثمانينات، حيث اشترت أوراق الخزنة، وقامت بتجزئتها لخلق أوراق سند (الصك) فقط وأوراق فائدة فقط .

إن: فقد استبدلت السندات لحامله Bearer Form، التي كان ما أن يتم بيعها حتى يقوم مالك السند بقص الكوبون، وإرساله للشركة التي أصدرته من أجل الحصول على الفوائد بالسندات المسجلة Registered التي ليس لها كوبون، وتدفع الفوائد بشيكات للشخص المسجل باسمه السند. وعلى المالك للسند التسجيل لدى الشركة المصدرة للحصول على الفائدة، وعلى الشركات إرسال تقرير إلى مصلحة الضرائب باسم الشخص الذي يحصل على دخل من الفائدة، ولا زالت المدفوعات على السندات تسمى: "كوبون دفعات الفائدة"، والفائدة هي: "فائدة الكوبون".

مثال. تتكون أوراق الخزنة بفترة استحقاق خمس سنوات من دفعة سند واحدة (الصك) عند الاستحقاق، وعشر دفعات فائدة، واحدة كل ستة أشهر لمدة خمس سنوات. وعند تجزئة هذه الورقة، فإن كل من دفعة السند الوحيدة عند الاستحقاق ودفعات الفائدة تصبح ورقة مستقلة، ومن ثم فإن ورقة الخزنة الواحدة تصبح 11 ورقة مستقلة يمكن المتاجرة بها. وتسمى الورقة المجزأة أيضا كوبون صفري Zero-coupon؛ لأن المرة الوحيدة التي يتلقى فيها المستثمر للدفعة خلال حياة ال"ستريبس" هي حين الاستحقاق.

• **تقسيم السندات على أساس الأجل إلى:** سندات قصيرة الأجل، والسندات المتوسطة الأجل، والسندات الطويلة الأجل.

لا يتجاوز أجل السندات قصيرة الأجل العام الواحد، وتعدّ أداة تمويل قصيرة الأجل؛ فيتم تداولها في سوق النقد، من مثل سندات الخزينة، وتتمتع بدرجة عالية من السيولة، وانخفاض درجة مخاطرتها؛ لذلك تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا.

وتصدر السندات طويلة الأجل بمعدلات فائدة أعلى من تلك القصيرة أو متوسطة الأجل. ويمكن أن تصدر جميع السندات طويلة الأجل في الإصدار الواحد بموعد استحقاق موحد، وبمعدل فائدة موحد. كما يمكن أن تصدر أحيانا بتواريخ استحقاق مختلفة، ولكنها متسلسلة وبمعدلات فائدة متنوعة Serial.

مثال. إن إصدارا لمدة 25 سنة يمكن أن يضم مجموعة من السندات تستحق بعد 15 سنة، ومجموعة أخرى بعد 20 سنة، ومجموعة ثالثة بعد 25 سنة، وكل مجموعة منها بمعدل فائدة مختلف يتزايد بتزايد أجل السند.

- تقسيم السندات على أساس الضمان، فتصدر إما مضمونة Secured، أو غير مضمونة Unsecured.

تكفل السندات المضمونة لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان، والذي يكون في العادة أصلاً حقيقياً، وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته، أما في السندات غير المضمونة؛ فيعتمد الدائن على تعهد المصدر بالدفع فقط، والضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع من السندات هي: حق الأولوية في استيفاء حقه في الفوائد من أرباح الشركة، أو حقه في الدين الأصلي عند الإفلاس أو التصفية. وبناء على ما تقدم: فإن الاستثمار في السندات غير المضمونة يحتمل المستثمر درجة عالية من المخاطرة تجعله يتطلع إلى تحقيق عائد أعلى مما يحققه في السندات المضمونة، وهذا يجعل معدلات الفائدة عليها أعلى نسبياً مما هي عليه في السندات المضمونة، ولكنها أقل استقراراً.

يتم التمييز بين مجموعة متنوعة من سندات الشركات بحسب نوع الضمان، وبحسب طريقة التسديد في حال توقف الشركة عن الدفع؛ فالسندات المضمونة برهن كسند الرهن العقاري مثلاً مضمونة بالعقار، وفي حال التوقف عن الدفع يمكن لحامل السند تسييل العقار. وقد يكون السند من نوع شهادة إيداع معدات Equipment Trust Certificate، مضمون بآلات ثقيلة كالتائرات مثلاً، والمتاجرة بهذا النوع من السندات أسهل منها بالنسبة للسندات المضمونة بعقار. إن وجود الرهن يخفض المخاطرة على هذه السندات ومن ثم أسعار الفائدة أقل،. وفي حال السندات غير المضمونة، أو شهادات الدين تصدر فقط في حالة ملاءة المصدر، لا يوجد أي ضمان خاص يكفل التسديد، وفي حالة التوقف عن الدفع على حامل السند أن يلجأ إلى المحكمة، ولا يجوز اللجوء في هذه الحالة إلى الضمانات التي أعطيت لآخرين من الدائنين.

ولسندات الدين أولوية أقل من السندات المضمونة في حال فشل الشركة. وبالنتيجة فإن الفائدة على شهادات الدين أعلى منها على السندات الأخرى المضمونة. ونظراً لأن المستثمر الفرد يكون ضمن عدد كبير من المستثمرين الذين اشتروا تلك السندات، وأن مشترياته قد لا تمثل سوى جزء ضئيل من القيمة الكلية للإصدار؛ فإنه لا يستطيع عملياً متابعة استيفاء المنشأة للشروط التي تضمنها العقد؛ لذلك تنص التشريعات على دخول طرف ثالث قد يكون بنكا تجارياً، يعمل بمثابة وكيل أو حارس أو أمين يوكل إليه بتلك المهمة.

أما سندات الدين من الدرجة الثانية Subordinated Debentures؛ فهي شبيهة بالأولى، إلا أن لها أولوية أقل، ومن ثم فإن درجة مخاطرتها أكبر. وقد تكون السندات بمعدل فائدة متغير Variable-rate bonds مضمونة أو غير مضمونة، إذ يربط سعر الفائدة على هذه السندات بسعر الفائدة في أسواق أخرى، ويتم تعديله دورياً.

يأمل بنك الاستثمار المختص أن يباع السند عند إصداره بالقيمة الاسمية المدونة عليه، وهو ما يتحقق عندما يسود الاعتقاد بين جمهور المتعاملين في السوق بأن معدل الكوبون يتناسب مع حجم المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في تلك السندات. أما إذا كان الاعتقاد السائد يقضي بأن معدل الكوبون أقل من مثيله لسندات أخرى في ذات المستوى من المخاطرة، فسوف يباع السند بخصم على قيمته الاسمية، وهو ما يعدّ بمثابة تعويض للمستثمر. وغني عن البيان أن معدل الخصم مضافاً إليه معدل الكوبون لا بد وأن يساوي في الأقل معدل الكوبون على السندات عند المستوى نفسه من المخاطر، وذلك حتى يجد السند مستثمرين راغبين في شرائه.

• **تقسيم السندات حسب القابلية للاستدعاء أو للإطفاء**، فقد يتضمن عقد الإصدار ما يعرف بشرط الاستدعاء Call Provision، ويعطي هذا الشرط الحق للجهة المصدرة في استدعاء السندات المشمولة به لإطفائها بسعر محدد خلال مهلة محددة. ونميز بهذا الخصوص نوعين من السندات: غير القابلة للاستدعاء Non-Callable Bonds، والقابلة للاستدعاء Callable Bonds.

يكون لحامل السندات غير القابلة للاستدعاء الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها، ولا يجوز للجهة المصدرة استدعائها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.

تصدر السندات القابلة للاستدعاء عادة بعلاوة استدعاء Call Premium يقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها؛ لأن شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق. وتختلف السندات القابلة للاستدعاء من حيث المهلة المسموح خلالها بالاستدعاء، بين سندات تكون قابلية استدعائها مطلقة Freely Callable، والسندات ذات الاستدعاء المؤجل Deferred Call. في حالة السندات التي تكون قابلية استدعائها مطلقة، يكون للجهة المصدرة حرية مطلقة في استدعاء السند في أية لحظة تريد بعد إصداره، وعلى حامل السند الالتزام بتقديم سنده للإطفاء في الموعد الذي تحدده الشركة، وإذا امتنع عن ذلك يحرم فائدة السند من دون أن يرتب ذلك أية مسؤولية على الجهة المصدرة. ويمنح حامل السندات ذات الاستدعاء المؤجل مهلة حماية من الاستدعاء تتراوح بين 5-10 سنوات من تاريخ إصدارها، وبمجرد انتهاء هذه المهلة تصبح حرية الشركة المصدرة مطلقة في استدعائها.

يؤدي كل من شرط الاستدعاء وطول مهلة الحماية من الاستدعاء دوراً كبيراً في تحديد معدل فائدة السند؛ فالسندات القابلة للاستدعاء بشكل عام تصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك غير القابلة للاستدعاء، حتى أن معدلات الفائدة تتفاوت فيما بين السندات القابلة للاستدعاء بتفاوت مهلة الحماية، فكلما طالت مهلة حماية السند من الاستدعاء نقص معدل الفائدة، والعكس صحيح.

• **تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل.** تعدّ قابلية السند للتحويل ميزة للمستثمر، وهي بذلك عكس قابليته للاستدعاء، والتي تعدّ ميزة للمصدر، ولهذا فإن شرطاً قابلية السند للاستدعاء والتحويل يصدران في الغالب مترافقين بقصد تحقيق نوع من التوازن بين حقوق المصدر والمستثمر، ومن حيث قابلية التحويل تقسم السندات إلى النوعين الآتيين:

1- السندات غير القابلة للتحويل **Non-Convertible Bonds**. الأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل كما هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء، وتصدر في العادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.

2- السندات القابلة للتحويل **Convertible Bonds**. تصدر هذه السندات بنص صريح في عقد الإصدار يعطي لحاملها الحق في تحويل سندات إلى أسهم عادية ضمن مهلة محددة بسعر محدد للسهم الواحد؛ فمثلاً إذا صدر سند بقيمة اسمية مقدارها 10000 ليرة وكان قابلاً للتحويل إلى أسهم عادية بسعر 500 ليرة للسهم الواحد خلال مدة ثلاث سنوات من تاريخ إصداره، فإن لحامل هذا السند الحق في تحويله في أية لحظة خلال المدة المسموح بها للتحويل، وهي 3 سنوات إلى 20 سهماً عادياً.

#### 7-2-4 الاستثمار في السندات

كانت السندات تحظى باهتمام أقل من المستثمرين إلى وقت قريب. وقد نتج ذلك عن جهل المستثمرين الأفراد لأصول التعامل بها من جهة، ولعدم التشجيع من طرف سماسرة الأوراق المالية على التعامل بها من جهة أخرى، ذلك لأن العمولة على بيع السندات تقل عن تلك التي يتقاضونها كسماسرة على الأسهم. ويضاف إلى ماسبق، فترات الاحتفاظ الطويلة في السندات من قبل المستثمرين تقلل إلى حد كبير من سرعة دورانها؛ مما يخفف الفرص المتاحة أمام السماسرة لجني العمولة.

لاحقاً شهد سوق السندات انتعاشاً ملحوظاً حيث بدأت تحتل مركزاً هاماً نسبياً في المحافظ الاستثمارية. وقد زاد من انتعاش سوق السندات ظهور إصدارات ذات نوعية جيدة، وبأجلال قصيرة أو متوسطة شجعت المستثمرين على الاتجاه إليها خاصة نحو السندات القابلة للتحويل.

#### 7-2-4-1 مزايا الاستثمار في السندات

على اعتبار أن السندات أدوات دين ذات دخل ثابت؛ فهي تصدر بشروط توفر للمستثمر بها مزايا من أهمها:

1. ثبات العائد واستمراريته لأن كوبون السند واجب الدفع بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة المصدرة على عكس ما هو الحال لتوزيعات الأسهم Dividend، والتي لا تدفع إلا إذا حققت الشركة المصدرة ربحا يكفي، وبعد توصية بذلك من مجلس إدارة الشركة تخضع لموافقة الجمعية العمومية للمساهمين.
  2. ميزة الأمان في استرداد المبلغ المستثمر، فالسند يصدر في الغالب مضمونا إما بأصل من أصول الشركة، أو بجملة أصولها. وإضافة لهذه الميزة يمتاز حامل السند من حامل السهم بحق الأولوية في استيفاء ديونه على الشركة عند تسهيل أصولها سواء أكان ذلك بسبب التصفية أم الإفلاس.
  3. توفر بعض أنواع السندات (الحكومية مثلا) للمستثمر فيها ميزة الإعفاءات الضريبية. ونظرا للخصائص التي تتمتع بها السندات الحكومية، وأسباب إصدارها، تستخدم هذه السندات من قبل المستثمرين للمفاضلة بينها وبين سندات الشركات الخاضعة للضريبة. ويعد معدل الفائدة على السند الحكومي والشريحة الضريبية التي يخضع لها دخل المستثمر الأساس بالمفاضلة.
- لهذا يجذب الاستثمار في السندات أنواعا محددة من المستثمرين، وهم غالبا المتحفظون الذين لا يميلون إلى المضاربة، في حين يتجه المضاربون إلى سوق الأسهم؛ حيث تتقلب أسعارها السوقية في مدى واسع يتيح لهم تحقيق أرباح رأسمالية.

#### 7-2-4-2 مخاطر الاستثمار في السندات

##### • مخاطر السيولة

تفتقر السندات لخاصية السيولة، خاصة إذا كانت طويلة الأجل، أو متى كانت من فئة متدنية الجودة. وبسبب ذلك فإن حامل السند يتعرض لما يعرف بمخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد في فترات التضخم، حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن قيمته الاسمية التي يصدر بها وكلما طال أجل السند ترتفع هذه المخاطرة والعكس صحيح. ولتخفيض مخاطر السيولة ينصح المستثمرون في السندات أخذ حجم الإصدار؛ حجم الصفقة وفئة السند بالاعتبار.

##### • مخاطر تقلب أسعار الفائدة

تتحرك أسعار السندات بعكس اتجاه أسعار الفائدة، لهذا يتعرض حملة السندات إلى مخاطر هبوط أسعار سنداتهم عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية، خاصة في فترات التضخم. يضطر معظم حملة السندات في أوقات التضخم إلى التخلص منها مما يغرق السوق بها فتتخفض أسعارها. والأكثر تعرضا لمخاطر أسعار الفائدة هم حملة السندات طويلة الأجل، كما هو الحال بالنسبة لمخاطر القوة الشرائية.

##### • مخاطر استدعاء السند

تصدر سندات بعض الشركات مقرونة بشرط الاستدعاء مما يعطي الشركة المصدرة حق إطفاء سنداتها خلال فترة محددة بقيمة محددة، تسمى: القيمة الاستدائية للسند. وتكون قيمة الاستدعاء غالبا أعلى من القيمة الاسمية بعلاوة تسمى: علاوة الاستدعاء. ويكون شرط الاستدعاء ملازما في معظم الحالات للسندات القابلة للتحويل؛ لذا تستخدم الشركة المصدرة حقها في استدعاء سنداتها في الأحوال التي ترتفع فيها الأسعار السوقية لأسهمها العادية لدرجة تجعل القيمة التحويلية Convertible Value، للسند أكبر من قيمته الاستدائية، مما يغري الشركة المصدرة لاستدعاء سنداتها، وذلك لقطع الطريق على حملة السندات القابلة للتحويل من تحويلها إلى أسهم عادية. ويحدث ذلك متى انخفضت أسعار الفائدة السوقية غالبا.

### • مخاطر الإطفاء السنوي للسندات

يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات الحق للشركة المصدرة في أن تطفئ سنويا نسبة محددة من الإصدار، والطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة. ويستغل المصدرون شرط الإطفاء في الفترات التي تشهد ارتفاعا في السعر السوقي للسند مقارنة بقيمته الاسمية؛ فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ملحقين بذلك أضرارا كبيرة بحملة هذه السندات عن طريق حرمانهم من تحقيق أرباح رأسمالية كان بإمكانهم تحقيقها لو تمكنوا من الاحتفاظ بهذه السندات.

### • مخاطر الرفع المالي

يشكل حاملو السندات فئة من دائني الشركة المصدرة؛ لذا من مصلحتهم أن تبقى نسبة الرفع المالي للشركة المصدرة في حدود معقولة تحقق توازن هيكل رأسمالها بين مصادر التمويل الخارجي (الديون) ومصادر التمويل الداخلي (حقوق المساهمين). إن تجاوز نسبة الرفع المالي لحدود النسب المعيارية المتعارف عليها في الصناعة التي تعمل فيها الشركة المصدرة يحمل مخاطر على حقوق حملة السندات، وتتمثل بظهور منافسين إضافيين لهم ينافسونهم الحق في موجودات الشركة المصدرة إذا ما تعرضت للتصفية أو الإفلاس. هذا إضافة إلى أن تجاوز نسبة الرفع المالي في الشركة المصدرة للحدود المعقولة يصاحبه انخفاض ملموس في كل من أسعار أسهمها والسندات الصادرة عنها غالبا.

### • مخاطر الإفلاس

مع حقيقة أن مخاطر الإفلاس التي يتعرض لها حملة السندات تقل عن تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم بسبب شرط الأولوية، إلا أن إفلاس الشركة سيؤدي في معظم الأحيان إلى حدوث انخفاض حاد في الأسعار السوقية لموجوداتها، وهو ما ستنعكس آثاره على حقوق المساهمين وحملة السندات معا.

### الإطار رقم (7-2-4-2-1). السندات الرديئة (الخردة) Junk Bonds

يعدّ السند بدرجة تصنيف بمستوى Baa من تصنيف موديز Moody's أو أعلى، وتصنيف ستاندر أند بورز BBB أو أعلى، ضمن درجة الاستثمار. وتعدّ السندات بتصنيف دون المستوى السابق، ضمن درجة المضاربة. ويطلق على السندات المصنفة ضمن درجة المضاربة عادة، سندات رديئة. لقد كان إصدار السندات دون درجة الاستثمار أمراً نادراً، وذلك لعدم توفر سوق ثانوية متطورة لهذا النوع. غير أنه في العام 1977، أدرك مايكل ميلكن Michael Milken، من شركة الاستثمار المسماة دريكسل برنهام لامبرت Drexel Burnham Lambert بأن الكثير من المستثمرين يرغبون في تحمل درجة أكبر من المخاطرة مقابل الحصول على تعويضات أكبر، ومن ثم كان على ميلكن أن يعالج مشكلتين كانتا وراء غياب السوق للسندات ذات التصنيف الائتماني المتدني.

1. المشكلة الأولى كانت تتمثل في معاناة المستثمرين لهذا النوع من السندات من نقص سيولتها، حيث أن متعهدي التغطية للسندات ذات التصنيف الائتماني يعملون كصانعي سوق بعد الإصدار، بينما لا يوجد صانعو سوق للسندات الرديئة، وهذا ما يضمن قيام سوق ثانوي لهذه السندات؛ مما له اعتبار كبير عند المستثمرين الذين لا يرغبون عادة الاحتفاظ بهذه السندات لحين الاستحقاق.

2. وكانت المشكلة الثانية مع سندات الخردة هي: وجود فرصة حقيقية بأن الشركات المصدرة قد تتوقف عن السداد. ولتخفيض احتمال الخسارة؛ فإن ميلكن عمل على أن تكون شركته مصرفاً تجارياً لمصدري السندات الخردة. وكان لابد من التفاوض بخصوص ديون الشركة المصدرة مقدماً، أو تقديم أموال عند الحاجة لمنع الفشل في السداد.

لقد خفضت مساعي ميلكن مخاطر السداد بشكل ملحوظ؛ مما أشعل الطلب على السندات الخردة. واستفادت الكثير من الشركات من السندات الرديئة لتمويل عمليات الاستيلاء؛ فعندما تزيد شركة ما ديونها بشكل كبير (عبر إصدار السندات الرديئة) لتمويل مشترياتها من أسهم شركة أخرى؛ فإن الزيادة في الرفع تجعل السندات خطرة جداً، وفي العديد من الحالات، تم بيع أجزاء من الشركة المستولى عليها لتسديد الدين الناجم عن إصدار السندات الرديئة. وقد أسفرت تجربة السندات الرديئة في السوق الأمريكي، ولسوء حظ حاملي تلك السندات، بأن ميلكن وشركته دريكسل قد ضبطا واتهما بالمتاجرة من الداخل Insider Trading، أي المتاجرة المربحة المستندة على معلومات من داخل الشركات، أو باستخدام التفويض المعطى للوصول إلى المعلومات، وهذا النوع من المتاجرة غير قانوني. وقد أفلست العديد من الشركات في السوق، كما أن دريكسل نفسها قد أفلست في 1990 بسبب ما تحمله من السندات الرديئة.

تعافت سوق السندات الرديئة منذ ذلك الوقت، ولا زالت مصدر التمويل للشركات المتوسطة الحجم.

### 7-2-4-3 إصدار السندات، الأسهم الممتازة، الاتفاقية التقييدية وشروط الاستدعاء

يحاول المديرون في الشركات عادة حماية حملة الأسهم لائحة السندات، وقد لا يستخدم المديرون الأموال المتحصلة من إصدار السندات، كما يرغب حملة هذه السندات؛ لذا كان لا بد من فرض قيود على المديرين من أجل حماية حملة السندات. وتعرف هذه القيود باسم الاتفاقية التقييدية Restrictive Covenant. وتحدد القيود عادة كمية التوزيعات التي يمكن للشركة تقديمها، أو تقيّد قدرة الشركة على إصدار أوراق دين زائدة، كما يمكن أن يقيّد دخول الشركة في اندماجات. ويجري تضمين هذه القيود في بيانات السند. وكلما زادت القيود على المديرين عادة قلت الفائدة على السند؛ فقد تقلع الشركات عن الإصدار إذا كانت القيود تحظر على الشركة بعض أنواع النشاط الذي تعتقده في مصلحة حملة الأسهم. ويفرض أن الشركة قررت اقتراض أموال إضافية للتوسع في طاقتها التخزينية؛ ففي حال كان الإصدار مقيداً بموانع لها علاقة بزيادة الدين؛ فقد تقلع الشركة عن السند قبل الإصدار الجديد، واللجوء إلى أخذ قرض. كما أن بعض السندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، وأغلب هذه السندات هنا يجب أن تنص على إمكانية التحويل إلى عدد محدد من الأسهم. ويأتي إصدار هذا النوع من السندات لتقادي الإشارات السلبية التي قد تتجم عن إصدار الأسهم، حيث يمكن أن يسود اعتقاد في السوق بأن سعر السهم عال وسيخفض في المستقبل. ويصل السوق إلى هذا الاعتقاد بناء على أن المديرين تعنيهم مصلحة حملة الأسهم، ومن ثم لن يصدروا أسهما طالما سيجري تقييمها بأسعار أقل. ويمكن للمديرين إصدار سندات قابلة للتحويل في حال اعتقدوا أن أداء الشركة سيكون أفضل مستقبلاً، وإذا صحت توقعاتهم وارتفع سعر السهم الخاص بالشركة فإن حملة السندات سيحولون سنداتهم إلى أسهم بأسعار مرتفعة يعتقد المديرون بأنها عادلة. وبالمقابل فإن حملة السندات لديهم خيار عدم التحويل في حال أخطأ المديرون. إن خاصية التحويل محبذة لحملة السندات، والسعر العالي على هذا النوع من السندات يجعل الفائدة عليها أقل.

وتتمثل أهم مزايا التحويل في تأجيل التأثير السلبي في كل من الربحية والقيمة السوقية للسهم العادي، والذي كان يمكن أن يحدث مبكراً لو أن المنشأة أصدرت أسهما عادية منذ البداية، هذا فضلاً عن أن تكلفة الأوراق المالية القابلة للتحويل تكون أقل عادة مقارنة بأوراق مالية مماثلة، لكنها غير قابلة للتحويل، وهو ما يعني في النهاية انخفاض متوسط تكلفة الأموال. وتعد هذه الميزة ذات أهمية للمنشآت التي تتصف بانخفاض تصنيفها الائتماني في الوقت الذي يتوقع لها معدلات نمو مبشرة في المستقبل. ذلك أن من شأن حق التحويل أن يقلل مخاوف المستثمرين المحتملين إزاء انخفاض القدرة الائتمانية للمنشأة، أي ضعف قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه حملة تلك الأوراق؛ لأنهم يدركون أن من حقهم تحويل تلك الأوراق مستقبلاً إلى أسهم عادية، وهذه الأسهم يتوقع أن تدر عائداً مرتفعاً عندما يتحقق النمو المنتظر. والنتيجة هي إمكانية إصدار تلك

الأوراق بمعدل كوبون (في حالة السندات)، أو بنسبة أرباح (في حالة الأسهم الممتازة) معقولة، وهو ما يعني تخفيضاً في تكلفة الأموال.

وغني عن القول: أنه إذا لم تكن تلك الأوراق قابلة للتحويل لما انخفضت مخاطر الوفاء واضطرت المنشأة لرفع معدل الكوبون أو نسبة الأرباح لتتناسب مع حجم تلك المخاطر. وبالنسبة للمستثمر عليه أن يدرك أن إعطائه حق الاختيار بين الإبقاء على الورقة بالصفة التي صدرت بها (سهم ممتاز أو سند) أو تحويلها إلى سهم عادي ليس بدون تكلفة، ذلك أن الأوراق المالية القابلة للتحويل عادة تباع بسعر أعلى من مثلتها من الأوراق التي لا تعطي لحاملها هذا الحق، غير أنه يدرك أيضاً أن للحق المذكور ميزة أساسية وهي: التغطية في مواجهة المستقبل؛ فلو أن القيمة السوقية للسهم العادي قد ارتفعت إلى المستوى الذي جعل القيمة السوقية للورقة القابلة للتحويل أعلى من قيمة التحويل؛ حينئذ سوف يحقق المستثمر بعض المكاسب. أما إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم العادي فان قيمة التحويل للورقة المعنية تتخفض، لكن إلى مستوى محدد لا يتعداه، ويتمثل في قيمة الورقة كسند أو سهم ممتاز غير قابل للتحويل.

**مثال.** لنفترض أن مستثمراً ما يمتلك سندا قابلاً للتحويل، وقيمه الاسمية 1000 دولار، ويحمل كوبون معدله 10% ويستحق بعد 20 سنة. لنفترض أيضاً أنه لم يكن للسند ميزة التحويل عندها لن يقبل المستثمرين على شرائه، إلا إذا حقق عائداً معدله وليكن 12% في الأقل! ولن يحدث ذلك إلا إذا اشترى السند المذكور بسعر أقل من قيمته الاسمية، طالما أن معدل الكوبون أقل من معدل العائد المطلوب. ويتحدد ذلك السعر بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية (الفوائد السنوية والقيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق) مخصومة بمعدل 12%.

**الآن:** لنفترض أسوأ الظروف، وهي أن القيمة السوقية للسهم العادي بقيت عند سعر لا يشجع على التحويل؛ فهذا يعني ضمناً أن السند لم يعد قابلاً للتحويل، ويعامل معاملة السند العادي.

يترتب على عمليات التحويل زيادة في عدد الأسهم العادية؛ مما يعرض الملاك القدامى (حملة الأسهم العادية الأصلية) لمخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم التي يمتلكونها. غير أن الانخفاض الذي يطرأ على ربحية السهم العادي نتيجة لزيادة عدد الأسهم يعوضه ولو جزئياً زيادة في تلك الربحية نتيجة لزيادة صافي الربح المتاح لحملة تلك الأسهم، إذ لم تعد هناك فوائد أو أرباح توزع على حملة السندات أو الأسهم الممتازة التي يتم تحويلها إلى أسهم عادية. يضاف إلى ذلك أن التخلص من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، أي الأسهم الممتازة أو السندات التي تحولت إلى أسهم عادية، يترتب عليه انخفاض المخاطر المالية التي يتعرض لها عائد الأسهم العادية، ومن ثم يؤدي إلى تحسين القيمة السوقية للسهم؛ مما يعوض الملاك القدامى ولو جزئياً عن الانخفاض الذي قد طرأ على تلك القيمة نتيجة لزيادة عدد الأسهم العادية. إن وجود

احتمال الارتفاع القيمة السوقية للسهم إلى مستوى يشجع المستثمرين على التحويل خلال الفترة المتوقعة، قد يفهمه المتعاملون في السوق على أنه مؤشر على انخفاض مستوى أداء المنشأة عما كان متوقعا، الأمر الذي قد يترك أثرا غير مرغوب فيه في قدرتها على تدبير موارد مالية مستقبلا.

تكون الأوراق المالية القابلة للتحويل عادة، قابلة للاستدعاء، وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية. ولايجري استخدام شرط الاستدعاء طبعاً، إلا عندما تكون قيمة التحويل أعلى من قيمة الاستدعاء. ويقصد بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم مضروبة في معدل التحويل أي مضروبة في عدد الأسهم العادية مقابل كل سند أو سهم ممتاز قابل للتحويل. وتختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل، إذ يتمثل سعر التحويل في القيمة الاسمية للسند أو السهم الممتاز القابل للتحويل مقسوماً على معدل التحويل. ومن المتوقع أن تكون القيمة السوقية للورقة المالية القابلة للتحويل أعلى من قيمة التحويل وقت الإصدار، وإلا قام مشتري تلك الورقة بتحويلها إلى أسهم عادية بمجرد شرائها من بنك الاستثمار المختص، ويمثل الفرق علاوة التحويل. وبالطبع لا يتوقف تحويل السندات إلى أسهم إلا إذا كانت قيمة التحويل أعلى من القيمة السوقية للأوراق القابلة للتحويل.

مثال. لنفترض أن القيمة الاسمية للسند القابل للتحويل تساوي 1000 ليرة سورية وأنه يمكن تحويله إلى 5 أسهم، إذا فمعدل التحويل 5 أسهم للسند. وإذا كانت القيمة السوقية للسهم العادي للمنشأة المعنية 210 ليرة، أصبحت لاحقاً 190 ليرة، احسب قيمة التحويل السابقة واللاحقة؟  
الآن: لو أن السند يباع عند إصداره بقيمته الاسمية التي تبلغ 1000 ليرة، وأن القيمة السوقية للسهم العادي وقت إصدار تلك السندات 180 ليرة، احسب قيمة وعلاوة التحويل؟

- سعر التحويل فيبلغ 200 ليرة ( 1000 / 5 أسهم ).
- قيمة التحويل السابقة تساوي 1050 ليرة ( 5 × 210 أسهم ) لكل سند.
- قيمة التحويل اللاحقة للسند 950 ليرة.
- التحويل 900 ليرة، وعلاوة التحويل 100 ليرة، أو 11.1% من قيمة التحويل.

وتتضمن أغلب بيانات سندات الشركات شروط الاستدعاء، وعلى اعتبار أن شروط الاستدعاء تضع حدوداً على الكميات التي يمكن لحملة السندات كسبها من ارتفاع أسعار السندات، فإن المستثمرين لا يحبون شروط الاستدعاء. وقد تستدعي الشركة السند إذا أرادت تغيير هيكل رأسمالها. فالشركة الناضجة التي لديها تدفقات نقدية زائدة قد ترغب في تخفيض عبء دينها في حال توافرت فرص استثمارية. وعلى اعتبار أن المستثمرين لا يحبون شروط الاستدعاء؛ فإن السندات القابلة للاستدعاء يجب أن يكون مردودها أعلى من مثيلاتها غير القابلة للاستدعاء. كما أن تخصيص حصة من إصدار السندات كل سنة، بما يمكّن مصدري

السندات من إعادة شراء السندات، وتضمن ذلك القيد في بيانات السند يجذب حملة السندات؛ لأنه يقلل من إمكانية التوقف عن السداد عند الاستحقاق، ومن ثم يمكّن الشركة المصدرة من تخفيض الفوائد.

### حساب عائد السند.

**العائد الجاري.** وهو مدفوعات الكوبون السنوية (الفائدة) إلى السعر الجاري للسند

$$i_e = C/P$$

حيث العائد الجاري  $i_e$  و  $C$  تمثل مدفوعات الفائدة السنوية، و  $P$  هي سعر السند الجاري.

**مثال.** ما هو العائد الجاري لسند قيمته \$1000 وفائدته 10.95%؟ السعر الجاري للسند هو \$921.01

$$\text{الدفعات السنوية} = 1000 \times 0.1095 = \$109.50$$

$$\text{سعر السند} = \$921.01$$

$$\text{العائد الجاري} = 109.50 \div 921.01 = 0.1189 = 11.89\%$$

### العائد على أساس مخصوم.

قبل استخدام الحاسبات والحواسيب، وجد المتعاملون بسندات الخزنة أنه من الصعب حساب الفائدة على فترة الاستحقاق، وبدلاً من ذلك قاموا بتسعير الفائدة على الأذونات كعائد مخصوم أو عائد الخصم. ولا زال المتعاملون يقومون بالشيء نفسه اليوم. ويحدد العائد المخصوم كالاتي:

$$i_{db} = \frac{F - P}{F} \times \frac{360}{\text{days to maturity}}$$

**مثال.** ما هو عائد الخصم (العائد على أساس مخصوم) لسند فترة استحقاقه سنة واحدة تم شراؤه ب \$875

وقيمته الاسمية \$1000؟

$$\text{عائد الخصم} = 1000/875 - 1000 \times 365/360 = 12.33\%$$

### إيجاد سعر سند بمدفوعات نصف سنوية.

تعطي معظم السندات فائدة نصف سنوية، ولحساب التدفقات على أساس نصف سنوي، نقسم على 2.

وبشكل مشابه لإيجاد سعر الفائدة الفعلي خلال نصف سنة؛ يجب قسمة سعر الفائدة السوقي على 2.

$$P_{semi} = \frac{C/2}{1+i} + \frac{C/2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{C/2}{(1+i)^{2n}} + \frac{F}{(1+i)^{2n}}$$

**مثال.** احسب سعر سند الشركة (CRS) المدرج في الصحافة المالية، إذا كانت فائدة الكوبون 10% والقيمة

الاسمية للسند \$1000 (حين الاستحقاق)، ويستحق خلال سنتين. لنفرض أن دفعات الفائدة مركبة نصف

سنوية وأسعار السوق 12%.

$$P = \frac{100/2}{(1+0.06)} + \frac{100/2}{(1+0.06)^2} + \frac{100/2}{(1+0.06)^3} + \frac{100/2}{(1+0.06)^4} + \frac{1000}{(1+0.06)^4} = \$965.55$$

## 7-2-5 تصنيف السندات Bonds Rating

- يقصد بترتيب السندات، تصنيفها في فئات وفقا لجودتها كأداة استثمارية. يقوم مثل هذا التصنيف، بدور مهم في تنشيط سوق السندات، وذلك لأهميته في تقييم مخاطرها، وانعكاسات تلك المخاطر على تقلب أسعارها في الأسواق المالية. تتوقف سيولة السند وسعر فائده إلى حد كبير على الفئة التي يصنف فيها. تقوم منظمات أو وكالات متخصصة بعملية التصنيف عادة، وعلى درجة عالية من الخبرة، أهمها الآتية:
1. Moody's Investor Service، وهي تصنف السندات في 9 رتب تبدأ بفئة (Ba)، وتنتهي بفئة C.
  2. Standard and Poor's Corporation، وتصنف السندات هي الأخرى في 9 رتب تبدأ بفئة (AAA)، وتنتهي بفئة (DDD-D).
  3. Fitch Investors Corporation، وتصنف السندات في 10 رتب تبدأ بفئة (AAA)، وتنتهي بفئة (DDD-DD).

### الجدول رقم (7-2-5-1). التصنيف الائتماني

متوسط سعر الفائدة (%)	الوصف	Moody's	Standard and Poor's
6.00	أفضل نوعية وأعلى تصنيف	Aaa	AAA
6.35	نوعية عالية	Aa	AA
6.49	قدرة كبيرة على دفع الفوائد وقيمة الصك	A	A
6.72	درجة متوسطة	Baa	BBB
	قدرة ضعيفة على دفع الفوائد وقيمة الصك	Ba	BB
	يوجد ملامح لعدم الملاءة	B	B
	ضعيف	Caa	CCC
	غالبا توقف عن السداد	Ca	CC
	أمل ضعيف جدا بالسداد.	C	C
	محفوظ لسندات الدخل التي لم يدفع عنها فائدة		CI
	توقف عن السداد		D
	لم يطلب أي تصنيف عام.		NR
	يمكن للتصنيفات من AA إلى CCC أن تعدل بإضافة إشارات الزيادة والنقصان لبيان الموقف ضمن الدرجة نفسها		(+) أو (-)

## 7-2-5-1 مؤشرات التصنيف

لا توجد معايير متعارف عليها لتصنيف السندات، إلا أن المتفق عليه أن العناصر التي لها دور أساسي في هذا التصنيف، هي العائد والمخاطرة والقابلية للتسويق أو السيولة. وجرت العادة أن يسترشد بمجموعة من المؤشرات في تصنيف سندات الشركات، لعل أهمها الآتية:

### (1) نوعية الإدارة Management Quality

ويدخل في هذا الإطار تعريف أهداف الإدارة، وتقييم خططها لتحقيق هذه الأهداف، ثم مدى نجاح سياستها المالية والتشغيلية، وكذلك مدى فعاليتها المستقبلية.

### (2) مستوى ربحية الشركة ومدى ثباتها Level and Stability of Earning

لكي تستطيع الشركة المصدرة خدمة السندات الصادرة عنها، وتوفير الأموال المطلوبة لسدادها؛ يجب أن تحقق أرباحاً كافية ومستمرة تضمن تحقيق هذا الهدف. إن ثبات أو استمرارية ربحية الشركة، أكثر أهمية من كمية الربح؛ فشركة ذات ربحية متوسطة لكنها تتسم بالاستمرارية أفضل من شركة حققت ربحية مرتفعة لكنها تتسم بالتقلب. ومن العوامل الأخرى التي تؤخذ بالحسبان ضمن هذا الإطار أي عامل الربحية، ما يأتي:

طبيعة نشاط الشركة	مركزها الشركة التنافسي في الصناعة التي تعمل بها	عمر وحجم الشركة
نوع منتجات الشركة	الأداء السابق للشركة	الأداء المتوقع للشركة في المستقبل

### (3) الموارد المالية للشركة Financial Resources

يتم تقييم السيولة الحالية للشركة وكذلك قدرتها في الحصول على موارد مالية إضافية من مصادر تمويل خارجية، كما يتم تقييم المركز النقدي للشركة بتحليل التدفق النقدي المتوقع على مدار سنوات عدة تالية، ويتم أيضاً تقييم ملاءة الشركة Solvency، من خلال تحليل هيكل رأسمالها، ونسبة الرفع.

### (4) مدى الحماية المتوافرة لأصول الشركة Assets Protection

يتم تقييم مدى هامش الأمان المتوافر لأصول الشركة باستخدام بعض المؤشرات مثل نسبة الديون طويلة الأجل / الأصول الثابتة، كما يتم التحقق من وجود هذه الأصول، ومن سلامة طرق تقييمها أيضاً، كما يتم التعرف على قيمها السوقية.

### (5) شروط الإصدار Indenture Provisions

يشمل عقد إصدار السند في العادة كثيراً من الشروط مثل الضمانات الموفرة للسند أو قابلية السند للتحويل، أو قابليته للاستدعاء أو للإطفاء، وشروط كهذه تؤثر بالطبع في رتبة السند، والجدير ذكره أن الوكالات المتخصصة بالتصنيف تقوم بإعادة النظر بتصنيفاتها دورياً على ضوء المعلومات المتوافرة عن الشركات المصدرة للسندات.

### المبحث الثالث

#### تحليل السندات والأسهم

## Bonds and Stocks Analysis

### الأهداف التعليمية:

1. فهم مستويات تحليل السندات.
2. التعرف على المؤشرات المستخدمة في تحليل السندات.
3. التعرف على المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل الأسهم.

### 7-3-1 تحليل السندات

#### Bonds Analysis

يتم تحليل الأسهم والسندات ضمن مستويين وهما: التحليل الأساسي، والتحليل الفني. ويستند هذا التحليل إلى فرضية أن أسعار الأوراق المالية تعكس صورة النشاط الاقتصادي على المستويات: الكلية، والقطاعية، والجزئية، وبناء عليه يتم تجزئة التحليل الأساسي إلى تحليل كلي يرتبط بالدورة الاقتصادية عادة، ويتطلب أخذ المؤشرات الأساسية للاقتصاد الكلي بالإعتبار، من مثل هيكل أسعار الفائدة، ومعدلات التضخم، والسياسات النقدية، والنتائج المحلي، وتحليل الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، حيث يتم التركيز على الظروف المحيطة بالصناعة التي تعمل فيها الشركة المصدرة للسهم أو السند: كمؤشرات أداء الصناعة، وظروف المنافسة، والمخاطر المرتبطة بالقوى العاملة والمواد الأولية، وطبيعة القوانين واللوائح ذات الصلة بهذه الصناعة، وغيرها. ويركز التحليل على مستوى الشركة على ظروف الشركة ذاتها ومستواها، فيشمل عناصر مثل: نوعية المنتج، ونوعية الإدارة ومخاطرها، والكفاءة الإنتاجية، والأداء المالي ومؤشراته التاريخية...إلخ.

يركز التحليل الفني على ظروف السوق المالي، ومؤشراته، ومستوى كفاءته، ويعدّ مكملاً للتحليل الأساسي. ويتوقف نجاح المحلل المالي في إيجاد المؤشرات الملائمة لهذا النوع من التحليل على مستوى كفاءة أو فاعلية السوق المالي من جهة، وعلى نوعية ومصداقية المعلومات التي يوفرها السوق للمتعاملين فيه من مثل: مؤشرات التداول والأسعار من جهة أخرى.

نتناول كلاً من التحليل الأساسي والتحليل الفني بالتفصيل، وذلك في القسم الرابع من هذا الكتاب في الفصلين الحادي عشر والثاني عشر. ونكتفي هنا باستعراض جملة من المؤشرات يمكن الاستفادة منها في تحليل السندات والأسهم.

### 7-3-2 المؤشرات المستخدمة في تحليل السندات

يأتي ضمن أهم المؤشرات: فائدة كوبون السند Bond Coupon، ومردود السند Bond Yield. ويمكن قياس مردود السند، بطرائق عدة منها:

أ. المردود الاسمي (Nominal Yield (NY) = معدل الكوبون السنوي للسند / القيمة الاسمية للسند، ويلاحظ بأن المردود الاسمي للسند مرادف لسعر فائدة السند.

ب. المردود الجاري (Current Yield (CY) = معدل الكوبون السنوي للسند / السعر السوقي للسند.

ج. عائد الاحتفاظ بالسند (Holding Period Return (HPR) = القيمة الإجمالية للدخل من جميع المصادر / سعر شراء السند.

المردود المتوقع للسند (Promised Yield (PY)، ويحسب بأسلوبين:

الأول- يقوم على افتراض أن المستثمر سيحتفظ بالسند لحين الاستحقاق، وتحدد قيمة المردود المتوقع بموجب هذا الأسلوب على أساس تقريبي وفقاً لما يلي:

$$Y = C + P - V/n / P + V/t$$

حيث: (Y) المردود المتوقع للسند، (C) كوبون السند، (P) القيمة المستردة للسند / القيمة الاستهلاكية، (V) سعر شراء السند، (n) أجل السند، (t = 1,2,3,...n) السنوات.

الثاني- يقوم على افتراض أن المستثمر سيحتفظ بالسند لحين الاستحقاق، مع افتراض أن الكوبون السنوي المحصل من السند، سيعاد استثماره بعائد متوقع يعادل تماماً المردود المتوقع للسند، ووفقاً لهذا الأسلوب يحدد المردود المتوقع (PY) بطريقة التجربة والخطأ والتي تقوم على ما يعرف بمفهوم العائد الداخلي على الاستثمار (IRR) وذلك وفق ما يأتي:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{C_1}{(1+Y)^1} + \frac{C_2}{(1+Y)^2} + \dots + \frac{C_n+P}{(1+Y)^n}$$

ويتمثل مدلول المعادلة السابقة في أن السعر الجاري للسند (V) سيتحدد على أساس القيمة الحالية لجملة التدفقات النقدية التي سيحصل عليها المستثمر، مخصومة بمعدل خصم، يعادل المردود المتوقع (Y). وتتمثل هذه التدفقات النقدية بجملة كوبونات السند، التي يحصل عليها المستثمر سنوياً، إضافة للدفعة الأخيرة التي يحصل عليها المستثمر في نهاية السنة الأخيرة، والتي تتمثل في الكوبون الأخير مع القيمة المستردة للسند، وهي هنا القيمة الاسمية. يطلق على هذا المؤشر أحياناً، المردود لحين الاستحقاق Yield to Maturity.

**المردود لحين الاستحقاق YTM** ، ويسمى أحيانا: "المردود الفعلي"، وهو العائد الحقيقي المنتظر الحصول عليه من دخل الفائدة زائد الأرباح الرأسمالية (أو الخسائر)، مع افتراض أن السند محمول (محتفظ به) لحين الاستحقاق. ويضم المردود معدل الفائدة المقرر على السند، وأي خصم أو علاوة، يمكن أن تتولد عند شرائه.

$$\text{Approximate YTM} = \frac{I+(M-P_0)/n}{(M+P_0)/2}$$

وإحدى الطرائق التقريبية لحسابه هي الآتية:

**مثال:** إذا كانت القيمة الاسمية للسند \$1000، ومعدل الكوبون 10% والسند يستحق بعد 7 سنوات، القيمة السوقية للسند \$1120.

$$\frac{100+(1000-1120)/7}{(1000+1120)/2} = 7.8\%$$

المردود التقريبي:

### 7-3-2-1 المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند

#### Bond Duration(BD)

يعدّ هذا المؤشر من أكثر المؤشرات استخداما في مجال تحليل السندات، خصوصا في مجال إدارة محافظ السندات الدولية، فهو يعدّ أداة مناسبة لتحديد السعر السوقي المناسب لشراء السند، خاصة عندما يقترن استخدامه بمؤشر آخر هو معامل تحذب المنحنى Convexity، الممثل للعلاقة القائمة بين السعر السوقي للسند من جهة، والمردود المطلوب منه Required Yield من جهة أخرى، والذي يعبر عن خاصية تقلب السعر السوقي للسند بتقلب المردود المتوقع منه. وباستخدام هذين المؤشرين معا يمكن قياس حساسية السعر السوقي للسند لتقلب مردود السند، وذلك عن طريق قياس نسبة التغير الذي يحدث في السعر السوقي للسند الناتجة عن تغير يحدث في المردود المطلوب تحقيقه من السند. وبالإضافة لكونه أداة مناسبة في تحديد السعر السوقي المناسب لشراء سندات المحفظة، يستخدم مؤشر الاحتفاظ أيضا كأداة جيدة لتخفيض مخاطر المحفظة وذلك عن طريق إكساب المحفظة خاصية المناعة Immunization ضد المخاطر التي لا يمكن تخفيضها باستخدام خاصية التنوع Diversification؛ فتنوع أصول المحفظة يحميها من مخاطر معينة كمخاطر السيولة، مخاطر التضخم، مخاطر تقلب أسعار الصرف، مخاطر العجز عن السداد... الخ. لكنها أيضا لا تحميها من نوعين رئيسيين من مخاطر السندات وهما: مخاطر انخفاض السعر السوقي، ومخاطر إعادة الاستثمار المرتبطة بتقلب أسعار الفائدة. وهكذا يجد مدير المحفظة في خاصية توفير المناعة، أداة مناسبة لتحسين محفظته ضد النوعين السابقين من المخاطر.

يمكن مما سبق، تعريف متوسط طول فترة الاحتفاظ بالسند "D"، بأنه المتوسط المرجح لطول الفترة الزمنية التي تتحقق خلالها التدفقات النقدية المتوقعة من السند.<sup>1</sup> يتميز هذا المؤشر في أنه يولي أهمية

<sup>1</sup>. مفلح هزاع وكنجو كنجو، مرجع سبق ذكره، ص-257.

خاصة لعنصر توقيت جميع التدفقات النقدية المتوقعة للسند على مدار عمره؛ مما يجعله الأكثر كفاءة لقياس مدى حساسية القيمة السوقية لمحافظ السندات، للتغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة؛ فيصبح بذلك أداة مناسبة لإدارة مخاطر الاستثمار في محافظ السندات؛ فعندما نقول إن المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بسندات المحفظة يساوي (2)؛ فهذا يعني أن تغيرا بالزيادة أو النقصان قدره 1% في معدل سعر الفائدة سينعكس على القيمة السوقية لأصول تلك المحفظة بمعدل قدره 2%، وفي اتجاه معاكس لاتجاه تغير سعر الفائدة، وذلك على أساس أن الأسعار السوقية للسندات تتقلب عادة في اتجاه معاكس لتقلب أسعار الفائدة. وهكذا يمكن الاستغادة من هذه الخاصية في إدارة محافظ السندات. فإذا ماتوقع مدير المحفظة هبوطا محتملا في أسعار الفائدة؛ فإن عليه أن يعيد بناء محفظته بقصد تخفيض "D" المحفظة، وذلك إما بتخفيض الوزن النسبي للسندات طويلة الأجل في المحفظة لصالح السندات قصيرة الأجل أو بإحلال سندات ذات كوبون مرتفع محل سندات ذات كوبون منخفض، أو بالاثنتين معا. ويقوم المدير بعكس ما سبق في حال توقع حدوث ارتفاع في أسعار الفائدة، عندها عليه بناء محفظته بطريقة ترفع "D".

يوفرها هذا المؤشر مزايا عديدة في إدارة محافظ السندات؛ إلا أن له محددات رئيسية هي:

- 1) لا يتعامل هذا المؤشر إلا مع المخاطر المتعلقة بتقلب أسعار الفائدة فقط، في حين يغفل المخاطر الأخرى من مثل: المخاطر الناتجة عن تغير توقيت التدفقات النقدية المتوقعة من السند، أو تلك المتعلقة بمشاكل مالية للشركة المصدرة، والتي تنعكس على تقييم السوق لرتبة السند، أو بسبب وجود شروط في عقد إصدار السند مثل قابلية السند للاستدعاء.
- 2) يقوم استخدام متوسط طول فترة الاحتفاظ بالسند في تقييم مخاطر الاستثمار في السندات في الواقع العملي، بالتركيز فقط على مدى حساسية تقلب السعر السوقي للسند، بسبب تقلب سعر الفائدة، في حين أن الكثيرين من مستخدميهم يهتمون عاملا آخر لا بد من أخذه بالحسبان لإكمال الصورة بالنسبة للمخاطر، وهو مدى التقلب في مردود السند لحين الاستحقاق Yield to Maturity. حيث أنه وفقا لمؤشر متوسط طول فترة الاحتفاظ بالسند، تكون السندات ذات فترة الاحتفاظ الأطول أكثر مخاطرة من تلك الأقصر، وذلك لأن الأسعار السوقية للأولى تكون أكثر تقلبا من الأسعار السوقية للثانية، وفقا لتقلب أسعار الفائدة. بينما ينتفي ذلك فيما لو تم الاسترشاد بالمردود لحين الاستحقاق، حيث تكون السندات ذات فترة الاحتفاظ الأقصر، أكثر مخاطرة من تلك الأطول، لأن المردود لحين الاستحقاق بالنسبة للأولى يكون أكثر تقلبا منه بالنسبة للثانية، وفقا لتقلب أسعار الفائدة، وعليه يتطلب الأمر أخذ المؤشرين معا.

- 3) إذا كان من السهل نسبياً قياس متوسط طول فترة الاحتفاظ بالسند، فإنه من الصعب جداً قياس هذا المتوسط لأدوات الاستثمار الأخرى كالأسهم العادية مثلاً. وعليه إذا كان هذا المؤشر ذا نفع كبير للمستثمرين في السندات، فإنه محدود الفائدة جداً للمستثمرين في الأدوات الأخرى. يتأثر مؤشر فترة الاحتفاظ بمجموعة من العوامل، نذكر منها الآتية:
- أ. **أجل السند Maturity**. تعني العلاقة الطردية، بين متوسط طول فترة الاحتفاظ وأجل السند، مع ثبات العوامل الأخرى؛ بأن "D"، الخاص بسند معين، يزيد كلما طال أجل السند، والعكس صحيح.
- ب. **كوبون السند**. ينخفض "D" الخاص بسند معين، مع ثبات العوامل الأخرى كلما ارتفع كوبون السند والعكس صحيح، حيث العلاقة بينهما عكسية.
- **المردود المطلوب أو المتوقع على السند**. ينخفض "D" الخاص بسند معين، مع ثبات العوامل الأخرى كلما ارتفع مردود السند والعكس صحيح، حيث العلاقة بينهما عكسية.

### 7-3-2-2 قياس المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند

يقاس هذا المؤشر بطرائق عدة، أكثرها شيوعاً الآتية:

- طريقة ماكولي Macaulay's Method

- طريقة فيشر Fisher's Method

#### طريقة ماكولي

تقوم على استخدام النموذج الآتي:

$$D = 1 \cdot C_1 / (1+Y)^1 / V + 2 \cdot C_2 / (1+Y)^2 / V \dots n(C_n + P_n) / (1+Y)^n / V$$

حيث أن: (V) القيمة السوقية للسند (السعر السوقي!)، C كوبون السند، (P) القيمة الاسمية للسند، وهي هنا القيمة المستردة بتاريخ الاستحقاق، (Y) المردود الداخلي للسند، أو المردود لحين الاستحقاق.

#### طريقة فيشر

يتمثل الفرق الرئيس بين نموذج ماكولي ونموذج فيشر، في أن نموذج ماكولي يقوم على أساس عدم تغير معدلات الفائدة في المستقبل، في حين يرفض نموذج فيشر ذلك، ويتوقع تغير أسعار الفائدة:

$$D = 1 \cdot C / (1+r_1) / V + 2 \cdot C / (1+r_1)(1+r_2) / V + 3(C_n + P_n) / (1+r_1)(1+r_2)(1+r_3) / V$$

### 7-3-2-3 تحديد السعر السوقي للسند

#### باستخدام المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ

يمكن كما ذكرنا سابقاً، الاستفادة من مؤشر المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند، إلى جانب معامل تحذب منحني السعر مع المردود، أي حساسية السعر السوقي للسند مع المردود المتوقع منه، في تحديد السعر المناسب لشراء السند وفقاً لمعدلات متغيرة من المردود المتوقع. يتم ذلك، من خلال استخدام المشتق الآتي:

$$Dp / p = - D(dr) + Conv.(dr)^2$$

حيث:  $dp / P$ ، نسبة التغير الحاصل في السعر السوقي للسند،  $D$  المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند،  $Conv.$  معامل تحذب منحني السعر مع المردود (حساسية السعر مع المردود)،  $dr$  نسبة التغير الحاصل في المردود المطلوب أو المتوقع.

### 7-3-2-4 معدلات الفائدة والمردود من السندات

تعدّ معدلات الفائدة على أدوات الاستثمار الخالية المخاطر  $R_f$  أساساً لتحديد العائد المتوقع من مختلف الأدوات الاستثمارية. وتدل الدراسات، بشكل عام، على أن أسعار الفائدة ترتفع خلال فترات الانتعاش؛ فتؤدي إلى انخفاض أسعار السندات، كما تتجه أسعار السندات إلى الارتفاع خلال فترات الركود؛ لأن أسعار الفائدة تتجه خلالها إلى الانخفاض.

تمثل حركة أسعار الأسهم مؤشراً هاماً يساعد في التنبؤ بالدورة الاقتصادية، على اعتبار أنها تتحرك فتصل أعلى مستوى لها قبيل وصول النشاط الاقتصادي إلى قمة الانتعاش، وأدنى مستوى لها قبيل وصول النشاط الاقتصادي إلى قاع الركود.

وتتحرك أسعار الأسهم، غالباً، عكس حركة أسعار السندات، لذلك يعدّ المحللون الماليون حركة معدلات الفائدة والعائد على السندات مؤشرات أولية للتنبؤ بحالة الركود، حيث تستمر أسعار الفائدة ومعدلات العائد على السندات في الارتفاع ولفترة تمتد أشهراً عدة بعد وصول النشاط الاقتصادي إلى قمة الانتعاش، أو حتى بعد الدخول في مرحلة الركود. وتكون معدلات الفائدة طويلة الأجل عادة، أعلى من معدلات الفائدة قصيرة الأجل، إلا في ظروف الركود الاقتصادي حيث تسود التوقعات بانخفاضها مستقبلاً؛ فتصبح معدلات الفائدة قصيرة الأجل أعلى من طويلة الأجل.

- مخاطر مرتبطة بسعر الفائدة المرتبطة بسعر السند، وهذه المخاطر تؤدي إلى تذبذب الفائدة؛ مما يترك تأثيره في المتحصل من السند

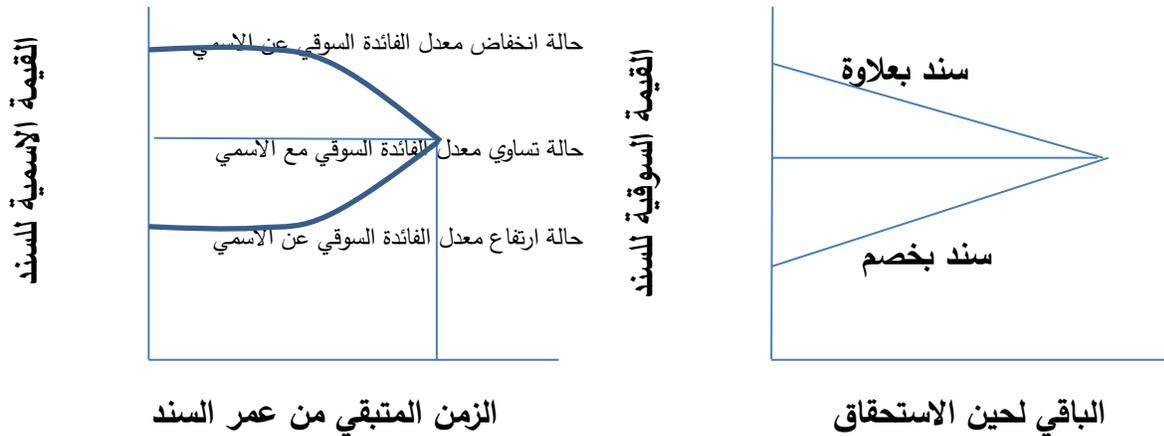
- مخاطر إعادة الاستثمار: أي سعر الفائدة المتعلق بإعادة الاستثمار وهي تؤثر في تذبذب الفائدة، وتؤدي لحالة من عدم التأكد بخصوص عوائد إعادة الاستثمار يحصل التغيير نفسه في سعر الفائدة الجاري، وهذا يترك تأثيراً كبيراً في السند خلال الفترة المتبقية من عمر السند الطويل، وتأثير أقل في المتبقي من عمر السند القصير الأجل.

### 7-3-2-5 تقييم السندات والقيمة العادلة

تتكون القيمة العادلة، وفقاً لنموذج تقييم السندات، من جزئين:

- (1) يمثل القيمة الحالية لدفعة حالية مبلغها الدوري هو: فائدة دورية واحدة يجري خصمها بمعدل فائدة جارٍ في السوق لفترة ما تبقى من عمر السند.
  - (2) يمثل القيمة الحالية لمبلغ مستقبلي واحد مساو للقيمة الاسمية للسند في نهاية الفترة، حيث يحصل حامل السند على القيمة الاسمية مضمومة بمعدل الفائدة الجاري في السوق لما تبقى من عمر السند.
- ويمكننا بهذا الصدد أن نورد الملاحظات الآتية:

- نلاحظ في الحالة التي يكون معدل الفائدة السوقي أقل من الاسمي أي القيمة العادلة للسند مرتفعة على القيمة الاسمية، إلا أن هذه العلاوة تأخذ بالتناقص مع الاقتراب من تاريخ الاستحقاق والسبب في ارتفاع القيمة السوقية بالتدرج أن السند يصبح جاذباً للمستثمرين، ويزداد الطلب عليه مما يؤدي لارتفاع سعره محفزاً المستثمر على بيعه ويعرف هذا بتوازن السوق.
- يحصل العكس عندما يكون معدل الفائدة الجاري أعلى من الاسمي، أي السند يباع بخصم. يتناقص الخصم تدريجياً مع الاقتراب من تاريخ الاستحقاق، ويعود ذلك لعدم جاذبية السند للمستثمر، أي يزداد العرض من السند ويقل الطلب عليه؛ مما يؤدي إلى انخفاض سعره إلى الحد الذي يحفز المستثمر الجديد؛ مما يؤدي إلى توازن السوق.



### 7-3-3 المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل الأسهم

سنأتي بالتفصيل على تسعير الأسهم وتقييمها كما نوهنا سابقاً، وذلك في الفصل الحادي عشر، من ثم

نتناول هنا بعض المؤشرات المهمة الشائعة الاستخدام عند تحليل الأسهم، ونذكر منها الآتية:

**عائد السهم العادي (EPS) Earnings Per Share = صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم**

المتمازة / المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية. يستخدم هذا المؤشر أساساً لتقييم ربحية السهم.

**حصة السهم العادي من التوزيعات (DPS) Dividends Per Share = التوزيعات المعلن عنها - توزيعات**

الأسهم المتمازة / عدد الأسهم العادية المسجلة في سجلات الشركة بتاريخ الميزانية.

**مردود السهم العادي (YPS) Yield Per Share = حصة السهم العادي من التوزيعات / السعر السوقي**

للسهم. ويعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة بين الاستمرار في الاحتفاظ بالسهم أو بيعه، والانتقال إلى

فرص استثمارية أخرى.

**مضاعف سعر السهم العادي (PER) Price Earnings Ratio = السعر السوقي للسهم/عائد السهم**

العادي.

يلاقي هذا المؤشر اهتماماً كبيراً من محلي السوق المالي؛ فهو يستخدم لتقييم مدى التضخم أو الانكماش

الحاصل في الأسعار السوقية للسهم، ومن ثم فهو يفيد في التنبؤ بحركة الأسعار، ومن المعروف أنه كلما

ابتعد مضاعف سعر سهم معين بالزيادة عن النسبة المعيارية للسوق، كان ذلك دليلاً على احتمال هبوط حاد

في سعر السهم والعكس صحيح.

يمكننا تحديد مضاعف سعر السهم العادي أو النسبة السابقة، باستخدام حصة السهم العادي من

التوزيعات بدلاً من السعر السوقي للسهم على الشكل الآتي:

مضاعف سعر السهم العادي = السعر السوقي للسهم / حصة السهم العادي من التوزيعات.

### (الفصل الخامس)

تعدّ سوق النقد سوقاً للأموال قصيرة الأجل، التي لا تتعدى آجال استحقاقاتها من حيث مصادرها واستخدامها، السنة المالية الواحدة. ويعد سوق النقد مصدراً للتمويل قصير الأجل، كما أن معظم الصفقات المالية التي تتم في سوق النقد إنما تحدث في السوق الثانوي؛ مما يعطيه ميزة المرونة العالية. لا تتحدد سوق النقد بهيكل تنظيمي موحد؛ حيث تلعب المصارف التجارية دوراً قيادياً في نشاطه، يشاركها مجموعة أخرى من المؤسسات المالية.

تتميز أدوات سوق النقد بطابع المرونة والسيولة العالية، وبدرجات مرتفعة من الأمان. وتتوافر في سوق النقد إلى جانب القروض المباشرة قصيرة الأجل مجموعة من الأوراق المالية؛ التي تشكل بطبيعتها ديناً؛ فتشترك جميعها بخاصية القابلية التسويقية العالية، وبأجل استحقاق قصير لا يتعدى السنة الواحدة.

تعدّ أذونات الخزينة من أدوات الدين العام للحكومة، تصدرها السلطة النقدية، وتباع بطريقة الخصم عن القيمة الاسمية المثبتة في الصك أو الوثيقة، وتستخدم لتمويل الدين العام، وهي الأداة الأكثر سيولة بين جميع الأدوات المالية، ويتم تداول أذونات الخزينة في السوق الثانوي، ويقوم بالمتاجرة فيها مجموعة من الوسطاء المتخصصين. قد تصدر الأذونات إما بالأسابيع، أو بالأشهر أو بالأيام، كما أنها تصدر بفئات. وتتداول أذونات الخزينة على أساس سعري الشراء والبيع. تعتبر الأذونات من الأدوات عديمة المخاطرة، من ثم فالمردود منها هو الأخفض من بين جميع الأدوات. تتصف سوق الأذونات بأنها شديدة العمق والسيولة.

تمثل الأوراق التجارية تعهدات غير مضمونة بموجودات مادية، تصدرها الشركات ذات المراكز الائتمانية القوية. تتراوح آجالها بين 3-270 يوماً وتباع بخصم على القيمة الاسمية، وأحياناً تكون إصداراتها بالأشهر 2-6 أشهر. وعلى اعتبار أنها غير مضمونة فإن الشركات الضخمة والموثوقة فقط يحق لها إصدار الأوراق التجارية، والفائدة المدفوعة على الأوراق التجارية تعكس درجة مخاطرة الشركة المصدرة. وتعدّ الأوراق التجارية من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، وتصدر لحامله وعلى أساس الخصم مثل أذونات الخزينة، لكنها تصدر في معظم الأحيان غير مضمونة؛ مما يجعل درجة المخاطرة فيها عالية نسبياً، ومن ثم يفترض أن يكون العائد المتوقع منها مرتفع أيضاً. تستخدم الشركات غير المصرفية هذه الأوراق لتمويل القروض التي تقدمها لزملائها.

تعدّ شهادات الإيداع، من أهم الأدوات في سوق النقد، تصدرها المصارف التجارية، وترتب لحاملها بذمة الجهة المصدرة، الحصول على فوائد عند الاستحقاق الذي لا يتجاوز السنة الواحدة، وبنسبة مئوية من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة الوديعة. تتحدد الفوائد على الشهادات بالتفاوض بين المصرف والذبون، وهي تشبه باقي الفوائد على أدوات سوق النقد؛ لأن المخاطرة متدنية، غير أن المراكز المالية الكبيرة تستطيع خفض الفائدة أكثر من غيرها بسبب الثقة عند المستثمرين، من أن الحكومة ستدعم هذه المصارف الكبيرة، ولن تسمح بوصولها إلى الفشل المالي؛ مما يجعل التزامات هذه المصارف أقل خطراً.

تستخدم القبولات المصرفية منذ القرن الحادي عشر؛ إلا أنها لم تكن أدوات سوق نقد مهمة إلى أن ازداد حجم التجارة الدولية منذ ستينيات القرن المنصرم. وتستخدم القبولات لتمويل البضائع التي لم تنقل بعد من البائع إلى الشاري. تدفع القبولات لحاملها، ويمكن أن تباع وتشتري حتى الاستحقاق. تباع القبولات بخصم كالورقة التجارية والأذونات، ويقوم المتعاملون بالجمع بين الشركات التي تريد خصم القبولات، مع الشركات التي ترغب بالاستثمار في القبولات المصرفية.

إن اتفاقية إعادة الشراء، أو إعادة الشراء العكسي هي: اتفاقيات أو قروض قصيرة الأجل، يتفق فيها الطرفان على بيع وإعادة شراء الضمان نفسه. تستخدم عادة للاقتراض لليلة واحدة. ويستخدم متعاملو الأوراق المالية "الريبوز" لإدارة السيولة لديهم والاستفادة من التغيرات في أسعار الفائدة. قروض فائض الاحتياطي الإلزامي عبارة عن أموال قصيرة الأجل، تقرض أو تقترض بين المؤسسات المالية، ولفترة ليلة واحدة عادة.

استمرت أسواق اليورودولار بالنمو على اعتبار أن معدلات الفائدة فيها أعلى من الأسواق المحلية، والمصارف فيها تقبل بفارق أضيق بين فوائد الإيداع وفوائد الإقراض، عدا عن أنها ليست عرضة للضوابط كما هو الحال في باقي الأسواق. تتقارب الليبور لليلة واحدة مع المعدل على قروض الاحتياطي الفدرالي؛ لأن أحدها بديل للآخر.

لتحديد مقدار ومكان الاستثمار في سوق النقد، يستند المستثمر إلى مؤشر سوق النقد، حيث يقدم له المؤشر معلومات عن أسعار السوق السائدة.

### (الفصل السادس)

تعطى أسعار الصرف في سوق التجزئة في الغالب، على شكل سعر العملة المحلية بالعملة الأجنبية، وتعطى أيضاً لأزواج من العملات، وإن كان هذا الأمر ليس واحداً في كل العالم. لقد عملت السوق بين المصارف على توحيد طريقة التسعير، ويمكن للمتعاملين والسامسة المحترفين أن يحددوا سعر الصرف الأجنبي. أغلب عملات العالم تحدد وفقاً لعدد الوحدات من العملة الأجنبية اللازمة

لشراء دولار واحد. يتم التسعير بالطريقة الأوروبية؛ بحيث يعبر عن سعر العملة الأجنبية مقابل دولار واحد. وتسمى الطريقة البديلة بالطريقة الأمريكية، حيث يحدد السعر بالدولار للوحدة الواحدة من العملة الأجنبية، وتعدّ التسمية الأمريكية مقلوب التسمية الأوروبية. أغلب التسميات في السوق بين المصارف تتم بالطريقة الأوروبية، ما عدا بعض الاستثناءات. تستخدم التسمية الأمريكية لتسعير أغلب عقود الخيارات والمستقبليات للعملة الأجنبية، كذلك في أسواق التجزئة التي تتعامل مع مدفوعات السواح والمدفوعات الشخصية. ويستخدم تجار الصرف الأجنبي أسماء مستعارة للعمليات الرئيسية.

يجب أن تحدد كمية العملة في محادثات الصرف الأجنبي، وذلك لتجنب الأخطاء الكبيرة. توصف التسعيرات بأنها مباشرة أو غير مباشرة. ويمثل التسعير المباشر، سعر العملة المحلية مقابل وحدة من العملة الأجنبية. والتسعير غير المباشر، هو سعر العملة الأجنبية مقابل وحدة من العملة المحلية، ويتوقف التسعير على المعنى الذي يقصده المتحدث بالمحلي.

تعطى التسميات بين المصارف على شكل سعر الشراء وسعر البيع. وتعدّ أسعار الشراء والبيع للصرف الأجنبي قضية مربكة، على اعتبار أن سعر الشراء لعملة هو أيضا سعر البيع للعملة الأخرى. يمكن استخدام المعدلات التقاطعية للتحقق من فرص المراجعة في السوق بين المصارف. ويمكن أن تتوفر فرص المراجعة، وأن تستمر إلى أن يتحقق التوازن في سعر الصرف، أي حين يتساوى السعر التقاطعي مع السعر الفعلي مطروحا منه أي هامش صغير كتكلفة معاملات. يستخدم سعر صرف العملة المحلية أمام العملة الأجنبية، أو سعر صرف العملة الأجنبية أمام العملة المحلية، لحساب التغير النسبي في سعر العملة الأجنبية.

### (الفصل السابع)

يمكن تعريف سوق رأس المال بأنه: سوق صفقات مالية طويلة الأجل، تزيد مدة استحقاقها عن السنة. ويمثل المصدرون الأوليون في سوق رأس المال بالحكومة والشركات، ويأتي القطاع العائلي كأكبر مشتر لأوراق سوق رأس المال.

تقسم الأوراق المالية في سوق رأس المال، تبعا للحقوق التي ترتبها لحاملها على الشركة المصدرة إلى: أدوات ملكية كالتعهدات، والخيارات، والأسهم، وأدوات دين، وتشمل السندات. ولعل الأسهم العادية، الممتازة والسندات التي تصدرها الحكومات ومنشآت الأعمال هي أهم الأوراق المالية التي يجري تداولها.

يمكن تقسيم الأسهم على أسس مختلفة منها، التقسيم على أساس شكل الإصدار، والحقوق المترتبة لحاملها. يؤدي إصدار المزيد من الأسهم العادية إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، ومن ثم يزيد من حجم الطاقة الاقتراضية، أي يزيد من قدرة الحصول على المزيد من الأموال المقترضة

عندما تقتضي الحاجة. وفي حال إصدار أسهم مقابل التوزيعات يتحدد نصيب المستثمر بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة. يكون تعويض الانخفاض في القيمة السوقية للسهم في الأصل، من خلال إصدار أسهم عادية إضافية يتم توزيعها على المستثمرين. وكما يبدو فإن التعويض بإصدار أسهم عادية يحمل في طياته زيادة في ثروة الملاك الجدد على حساب الملاك القدامى. استخدمت بعض الشركات، آليات بديلة لتعويض الملاك الجدد عن انخفاض القيمة السوقية للسهم في النص على أن من حق الشركة دفع تعويض في صورة نقدية، أو في صورة أسهم ممتازة، أو أوراق تجارية أو مالية تمثل مديونية قصيرة الأجل، وتحمل سعر فائدة متحرك، وبتاريخ استحقاق وبقيمة اسمية محددتين مقدما.

يمثل السهم الممتاز سند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي. تجمع الأسهم الممتازة بين صفات الأسهم العادية والسندات التي تصدرها بعض الشركات، وتصدر بفئات مختلفة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها سواء أكانت للمستثمر أم للشركة المصدرة.

تمثل السندات صكوك مديونية؛ فهي قروض منظمة تقوم بتدبيرها المؤسسات والهيئات والشركات الكبيرة لتمويل عملياتها. يختلف السند عن القرض بقابليته للتداول؛ إذ يمكن بيعه والتصرف به في الأسواق الثانوية. تصدر السندات بواحد من أسلوبين هما: الإصدار العام، والإصدار الخاص. كانت السندات تحظى باهتمام أقل من المستثمرين، وقد نتج ذلك عن جهل المستثمرين الأفراد لأصول التعامل بها من جهة، ولعدم التشجيع من طرف سمسرة الأوراق المالية على التعامل بها من جهة أخرى، ذلك لأن العمولة على بيع السندات تقل عن تلك التي يتقاضونها كسمسرة على الأسهم. ويضاف إلى ماسبق، فترات الاحتفاظ الطويلة في السندات من قبل المستثمرين، والتي تقلل إلى حد كبير من سرعة دورانها؛ مما يخفض الفرص المتاحة أمام السمسرة لجني العمولة. لاحقا شهد سوق السندات انتعاشا ملحوظا حيث بدأت تحتل مركزا مهما نسبياً في المحافظ الاستثمارية، وقد زاد من انتعاش سوق السندات ظهور إصدارات ذات نوعية جيدة وبأجال قصيرة أو متوسطة شجعت المستثمرين على الاتجاه إليها، ولاسيما نحو السندات القابلة للتحويل.

يحاول مديرو الشركات عادة، حماية حملة الأسهم لائحة السندات، وقد لا يستخدم المديرون الأموال المتحصلة من إصدار السندات كما يرغب حملة هذه السندات، لذا كان لا بد من فرض قيود على المدراء من أجل حماية حملة السندات، وتعرف هذه القيود باسم: الاتفاقية التقييدية. يقصد بترتيب السندات: تصنيفها في فئات وفقا لجودتها كأداة استثمارية، ولهذا التصنيف دور مهم في تنشيط سوق السندات، وذلك لأهميته في تقييم مخاطر السندات، وانعكاسات هذه المخاطر على تقلب أسعارها في الأسواق المالية، ولذا تتوقف سيولة السند وسعر فائدته إلى حد كبير على الفئة التي يصنف فيها، وتقوم بعملية التصنيف في العادة منظمات أو وكالات متخصصة، وعلى درجة عالية من الخبرة.



## (الفصل السابع)

التوزيعات	سهم لحامله	الرسمة السوقية	سوق رأس المال
	السهم الاسمي		
شرط التعجيل	السهم الإذني	القيمة الاسمية	
	السهم العادي	القيمة الدفترية	
شرط الاستدعاء	التعهدات	القيمة السوقية	
الاستدعاء المؤجل	السهم الممتاز		تكلفة الوكالة
الاستدعاء المطلق			سندات لحامله
	الأسهم مجمعة الأرباح		سندات اسمية
	الأسهم المشاركة في الأرباح		السندات المضمونة
	الأسهم الممتازة القابلة للتحويل		السندات غير المضمونة
	الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء		السندات غير القابلة للتحويل
			السندات القابلة للتحويل
الاتفاقية التقييدية	علاوة استدعاء		
	القيمة التحويلية		
	السندات الرديئة		سعر فائدة عائم
	المتاجرة من الداخل		

## أسئلة وتدريبات للمراجعة

### (الفصل الخامس)

1. لم سمي سوق النقد بهذه التسمية!
2. ما خصائص سوق النقد؟
3. من اللاعب الأساسي في سوق النقد؟
4. هل تعدّ أسواق النقد، أسواق تجزئة أو جملة؟
5. أي أدوات سوق النقد أقل مخاطرة وأقل عائد؟
6. ما المقصود بالمزاد التنافسي على الأذونات؟
7. أيهما أكثر مخاطرة: أذونات الخزنة أم الأوراق التجارية!
8. فيم تستخدم الأوراق التجارية؟
9. كيف تتحدد الفوائد على شهادات الإيداع؟
10. فيم تستخدم القبولات المصرفية؟
11. ما الخطوات التي يمر فيها القبول المصرفي ليكتسب صفة القبول؟
12. ما علاقة سعر الفائدة على الريبوز بكوبونات الأوراق المالية موضوع الريبوز؟
13. ما سبب رغبة المصارف في الاقتراض من سوق الإحتياطي؟
14. سوق شهادات إيداع اليورودولار محدودة نسبياً، لماذا؟
15. ما الليبور؟
16. ما أنواع حسابات سوق النقد؟

### (الفصل السادس)

1. أوضح الفرق بين التسمية الأمريكية والتسمية الأوروبية في سوق الصرف!"
2. أوضح الفرق بين التسعير المباشر وغير المباشر!
3. لماذا تعدّ أسعار الشراء والبيع في سوق لصرف الأجنبي، عملية مربكة!
4. ما السعر الكامل في سوق الصرف؟
5. متى تظهر فرصة مراجعة في سوق الصرف؟

6. في حال توافرت فرصة مراجعة في السوق، إلى متى يمكن أن تستمر؟  
7. كيف نحسب التغير النسبي في سعر صرف العملة الأجنبية؟

### (الفصل السابع)

1. ما الفروقات الرئيسية بين سوق النقد وسوق رأس المال؟
2. ما أنواع الأسهم استناداً إلى شكل الإصدار؟
3. ما التعهدات؟
4. ما القيم التي يأخذها السهم العادي؟
5. كيف يتحدد نصيب المستثمر في حال إصدار أسهم مقابل التوزيعات؟
6. أوصح المقصود بتكلفة الوكالة في حالة الأسهم العادية!
7. في حال الانخفاض الكبير في القيمة السوقية للسهم، ما آليات التعويض المناسبة برأيك؟
8. ما الأسهم المجمعة للأرباح؟
9. أيهما أفضل برأيك، التمويل بالإقتراض أم بالأسهم الممتازة؟
10. أي الشرطين في صالح المساهم، القابلية للتحويل أم القابلية للاستدعاء؟
11. أوضح الفرق بين الإصدار الخاص والعام في حالة السندات!
12. ما علاوة الاستدعاء؟
13. ما الاتفاقيات التقييدية؟
14. أوضح كيفية تصنيف السندات!

## مراجع للقراءة اللاحقة

1. Browning, M. and Crossley, T. F. (2001)-“The Life-Cycle Model of Consumption and Saving”. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 15, Number 3, Pages 3–22.
2. Buchanan, James M. (1999-2002). *The Collected Works of James M. Buchanan*, Foreword by Geoffrey Brennan, Hartmut Kliemt, and Robert D. Tollison, 20 vols. (Indianapolis: Liberty Fund, Vol. 6 *Cost and Choice: An Inquiry in Economic Theory*. 90 PP.
3. Coase, Ronald H. (1960). "The Problem of Social Cost". *Journal of Law and Economics*. **3** (1): 1–44
4. Franklin Allen and Douglas Gale (2000) - *Comparing Financial Systems*, MIT Press, 2000 - *Business & Economics* – 507p.
5. Knight, F. H. (1921) *Risk, Uncertainty, and Profit*. Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Company, 381 p.
6. Merton, Robert C. (1990).”The Financial System and Economic Performance”, *Journal of Financial Services Research* 263-300

## مواقع إلكترونية

- 1) <https://www.thesimpledollar.com/>
- 2) <https://en.wikipedia.org/wiki/>
- 3) <https://www.sunshineprofits.com/>
- 4) <https://www.afc.com.lb/>
- 5) <https://thismatter.com/money/>
- 6) [https://ebrary.net/418/business\\_finance/](https://ebrary.net/418/business_finance/)
- 7) <http://www.marketoracle.co.uk/>
- 8) <https://wiserinvestor.com/>
- 9) <https://sixfigureinvesting.com/>

القسم الثالث: أسواق المشتقات وأسواق الرهون

العقارية

## Section Three

الفصل الثامن - أسواق المشتقات

الفصل التاسع - سوق الرهون العقارية



## الفصل الثامن

### أسواق المشتقات

### Derivatives Markets

المبحث الأول: المتاجرة بالمشتقات المالية Trading Derivatives

المبحث الثاني: حسابات الهامش: الشراء الهامشي والبيع القصير

Margin Buy and Short Sell

المبحث الثالث: العقود المستقبلية Futures Contracts

المبحث الرابع: عقود الخيارات Options

المبحث الخامس: عقود المقايضة أو المبادلة Swaps

## المبحث الأول التجارة بالمشنقات المالية Trading Derivatives

### الأهداف التعليمية:

1. فهم دور الأدوات المشتقة في عملية نقل المخاطر وتنويعها.
2. استيعاب الفرق بين الأدوات المالية التقليدية والمشنقات.
3. إدراك طبيعة التعامل بالمشنقات المالية.

### 8-1-1 نقل المخاطر وتنويعها

أتى ظهور أدوات استثمارية غير تقليدية يهدف إلى تسهيل عملية نقل المخاطر Risk Transfer، وتنويع تلك المخاطر Diversification، كنتيجة للتطورات التي حصلت في الاستثمار والتمويل، إلى جانب التقلبات في أسعار الفائدة، وصرف العملات الأجنبية، وقد ساعد ذلك في توفير السيولة، وتأمين العمق والاتساع للسوق الثانوي ما يحسن كفاءته. وبسبب ازدياد أهمية المشنقات المالية تلك كأدوات للمضاربة والتحوط، ازداد الاهتمام بالجانب التشريعي والقانوني المنظم لكيفية التعامل بهذه المشنقات، إلى جانب المعايير المحاسبية التي تحكم عمليات الاعتراف والتقييم لها. وتتنوع المشنقات بين عقود الخيارات Options، والعقود المستقبلية Future Contracts، والعقود الآجلة Forward Contracts، والمقايضات أو المبادلات Swaps.

تمثل المشنقات المالية عقوداً فرعية، تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية من مثل: الأوراق المالية، والعملات الأجنبية، والسلع، وغيرها، وينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في إطار ما يعرف بالهندسة المالية Financial Engineering.

يمكننا إدراك ماهية المشنقات المالية عبر مقارنتها بالأدوات المالية الأولية أو الأصلية Primary Instruments، كالأسهم، والسندات، وغيرها من أدوات الدين أو أدوات الملكية. تشمل الأدوات الأولية، تلك الأدوات التي تظهر أو تدرج في صلب الميزانية On-Balance، وينترتب على اقتنائها حدوث تدفق نقدي يتخذ صورة مدفوعات نقدية يسدها من يرغب في تملكها أو حيازتها، يقابلها مقبوضات نقدية يحصل عليها من يبيعها أو يصددها، كما يتم إطفائها عادة إما عند بيعها أو لدى انتهاء أجلها، وبالمقابل فإن معظم المشنقات المالية تعدّ أدوات خارج الميزانية Off-Balance-Sheet Instruments، ذلك أنها لا تتسبب في أي تدفق نقدي مبدئي (استثمار مبدئي)، أو أنها، وهو الأغلب، تتسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبياً، وأنها

كانت تنشئ التزاماً تبادلياً مشروطاً Contingent Liability، ولذلك يطلق عليها بعضهم مصطلح: الاستثمارات الصفرية Zero-Investments<sup>1</sup>.

### 8-1-2 التحوط بالمشتقات (إدارة المخاطر)

ماهي المخاطر التي يمكن إدارتها عبر العقود المستقبلية، الخيارات والسواب؟ يمكن تثبيت أسعار المنتجات الداخلة في الإنتاج، وأسعار الفائدة في حال التوجه نحو إصدار دين، أو أسعار الصرف للمبيعات الخارجية... وغيرها. لماذا "مشتقات"؟ لأن سعرها "مشتق" من أصول أخرى، وأسعار صرف، وأسعار سلع أو معدلات فائدة.

### 8-1-3 التعامل بالمشتقات المالية

تبلغ المخاطر أوجها لدى الاستثمار في المشتقات المالية، وينشأ ذلك عن حالة عدم التأكد Uncertainty المحيطة بأسعارها، كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما المستقبل. توفر المشتقات للمستثمر فيها، عن طريق الاستعادة من مزايا الرفع المالي التي تحققها، باستخدام ما يعرف بأسلوب الهامش Margin فرصاً واسعة لجني الأرباح، وذلك بفعل التقلبات السعرية للأدوات المالية الأصلية المشمولة بعقودها، كما توفر له من جانب آخر أداة للتحوط، تتيح له حماية نفسه من آثار هذه التقلبات؛ بمعنى أنه بالإمكان استخدام المشتقات المالية كأداة مضاربة Speculation، وفي الوقت نفسه أداة للتحوط أو التغطية Hedging من مخاطر الاستثمارات، والتي تنشأ عادة إما عن تقلب أسعار الصرف، أو تقلب أسعار الفائدة، أو تقلب أسعار الأصول للمحافظ الاستثمارية سواء أكانت هذه الأصول سلعا أم أوراقاً مالية؛ إذ تتيح للمستثمر فيها مجالاً لنقل المخاطر وتوزيعها، وذلك إذا ما أحسن استخدامها.

<sup>1</sup>. مطر، محمد (1999)- إدارة الاستثمار، ص-261-262.

## المبحث الثاني

### حسابات الهامش: الشراء الهامشي والبيع القصير

### Margin Buy and Short Sell

#### الأهداف التعليمية:

1. فهم المقصود بالهامش الأولي والربط بالسوق.

2. معرفة الحد الأدنى اللازم من حق الملكية أو هامش الصيانة.

3. إدراك سعر الاستدعاء الهامشي، وعلاقته برصيد الحساب.

4. فهم البيع القصير وقواعده.

#### 1-2-8 الهامش الأولي Initial Margin

يطلق على الحد الأدنى من سعر الشراء، والذي يجب على المستثمر تقديمه من أمواله الخاصة عبارة: متطلبات الهامش المبدئي أو الأولي، وتعطي القوانين المطبقة في الأسواق التي تسمح بالهامش حق تحديد الهامش المبدئي لسلطات البنك المركزي، ويسمح للبورصات إضافة إلى ذلك أن ترفع هذا الهامش، ويمكن لشركة السمسرة أن ترفع هذا الهامش أيضاً.

إذن: يتمثل الهامش المبدئي أو الأولي بكمية النقود، أو حقوق الملكية الواجب تقديمها من قبل مستثمر الهامش وقت الشراء، وتستخدم متطلبات الهامش عادة لمنع المبالغة بالمتاجرة أو المضاربة الشديدة، حيث يمكن أن تكون مثلاً بحدود 50% في عمليات المتاجرة بالأسهم، أما متطلب الهامش لفيوتشرز العملات الأجنبية؛ فتحدد دورياً، وتراجع من قبل السوق (ويمكن أن ينسحب هذا الشيء الآن على العمليات بالأسهم، ولكن تواتر عمليات المراجعة والتحديد أقل بكثير مما هي في الفيوتشرز)، وتستخدم في بعض البورصات، وتحديداً البورصات المستقبلية، برامج حاسوبية لتحليل مخاطر التقلب في أسعار العملات، كما هو الحال في IMM (B2)، وهي عبارة عن قسم من بورصة شيكاغو للسلع CME، والتي تضم أربعة أقسام (سلع، نقد، خيارات وأسواق ناشئة).

#### الهامش الحقيقي Actual margin

يتم حساب الهامش الحقيقي في حساب المستثمر الذي يقوم بشراء الأسهم بالصورة الآتية:

الهامش الحقيقي = حقوق الملكية/القيمة السوقية للأصول، أو:

الهامش الحقيقي = القيمة السوقية للأصول - القروض/القيمة السوقية للأصول.

## 8-2-2 Margin Buy الشراء الهامشي

يجب على المستثمر في حالة الحساب النقدي أن يدفع قيمة الأوراق المالية المشتراة بالكامل نقداً. أما في حالة الشراء الهامشي؛ فإن المستثمر يغطي جزءاً من تكلفة الشراء نقداً، والباقي بالاقتراض. ويطلق على قيمة الاقتراض من السمسار نتيجة الشراء الهامشي اسم: الرصيد المدين، ويتم حساب الفائدة على القروض المقدمة من السمسار إلى المستثمر على أساس الفائدة التي يدفعها السمسار إلى البنك الذي وفر هذه الأموال للسمسار في البداية، تضاف إليها نسبة مئوية نظير خدمات السمسار (عادة 1%) . وتستخدم الأسهم المشتراة بوساطة المستثمر، كغطاء أو ضمان للقروض من السمسار، ويستخدم السمسار هذه الأسهم، كغطاء للقروض المتحصل عليه من البنك، أي أن السمسار يعمل كوسيط مالي لتسهيل عملية الإقراض التي تتم بين البنك و المستثمر .

**مثال:** يفكر أحد المستثمرين في الشراء الهامشي لعدد 100 سهم من أسهم شركة ABC للكيمياويات بسعر \$50 للسهم؛ فإذا علمنا أن الهامش المبدئي يبلغ 60%؛ فإنه يجب عليه أن يدفع للسمسار مبلغ \$ 3000. ويتم تغطية بقية ثمن الشراء بقروض من السمسار، ومقدار القرض \$ 2000. وتظهر الميزانية العمومية للمستثمر في وقت تنفيذ أمر الشراء كالاتي :

أصول:	قرض	\$ 2000
100 سهم بسعر \$50 للسهم	حقوق الملكية	\$ 3000

ومن الطبيعي أن إجمالي بنود الجانب الأيسر تتساوى مع إجمالي بنود الجانب الأيمن، وذلك استناداً إلى القاعدة المحاسبية الأساسية : حقوق الملكية = مجموع الأصول - مجموع الخصوم حيث أن مجموع الخصوم يمثل رصيد مديونية المستثمر، وطالما أن أسعار أسهم شركة ABC للكيمياويات تتغير من يوم إلى آخر؛ فإن الميزانية العمومية للمستثمر ستتغير هي الأخرى ( قيمة الأصول بالتبعية ستتغير في الجانب الأيمن ) .

**(حالة هبوط السعر):** إذا انخفض سعر سهم شركة ABC للكيمياويات إلى \$ 25، تظهر الميزانية العمومية للمستثمر بالصورة الآتية:

أصول:	قرض	\$ 2000
100 سهم بسعر \$ 25 للسهم	حقوق الملكية	\$ 500

ويلاحظ هنا أن حقوق ملكية المستثمر قد انخفضت بقيمة الانخفاض في سعر السهم، أي بمبلغ \$ 2500 ( 50 - 25 ) × 100 سهم .

(حالة ارتفاع السعر): إذا ارتفعت الأسعار بدلا من انخفاضها؛ فإن المستثمر يشارك في زيادة حقوق الملكية بالحصول على نقدية من الحساب، نتيجة ارتفاع الهامش الحقيقي عن قيمة الهامش المبدئي، وفي هذه الحال يقال: إن الحساب غير مقيد Unrestricted، أو إن الهامش مغالي فيه Over-margined. وعلى سبيل المثال، افترض أن سعر سهم شركة ABC للكيموايات ارتفع إلى \$ 60 بعد فترة قصيرة من الشراء الهامشي بوساطة المستثمر، عند هذه النقطة يصبح الهامش الحقيقي 67%، والذي يحسب كالآتي:

$$67\% = 6000 \div 4000$$

وتظهر الميزانية العمومية للمستثمر كالآتي:

الأصول:	قروض		
100 سهم بسعر \$ 60 للسهم	6000	حقوق الملكية	\$4000
			\$2000

ونتيجة لذلك يمكن للمستثمر أن يسحب نقدية تبلغ \$ 400، والتي تحسب كالآتي:

$$\text{التغير في حقوق الملكية} \times (1 - \text{الهامش الأولي}) \\ \$ 400 = (3000 - 4000) \times (1 - 60\%)$$

ويلاحظ أن هذه القيمة هي نفسها الزيادة في قيمة السهم مضروبا في واحد ناقصا الهامش المبدئي. أما لماذا لا يسحب المستثمر إجمالي الزيادة في قيمة الأسهم؟ فبسبب قيمة القروض التي تزيد بقيمة النقدية المسحوبة، وتخضع هي الأخرى لمتطلبات الهامش المبدئي، وبعد سحب \$ 400 تظهر الميزانية العمومية للمستثمر على الشكل الآتي:

الأصول:	قروض		
100 سهم بقيمة \$ 60 للسهم	\$6000	حقوق الملكية	3600
			2400

لاحظ أن الهامش الحقيقي للحساب أصبح 60%، والذي يحسب كالآتي:  $60\% = 6000 \div 3600$

وأصبح الآن مساويا للهامش المبدئي؛ نستنتج مما سبق أعلاه الآتي:

(1) إن انخفاض سعر السهم؛ بحيث ينخفض الهامش الحقيقي عن هامش الوقاية، يؤدي إلى أن يصبح الحساب قاصر هامشيا.

(2) إن ارتفاع سعر السهم؛ بحيث يزيد الهامش الحقيقي عن متطلبات الهامش المبدئي، يؤدي إلى أن يصبح الحساب غير مقيد.

**مثال.** اتفق احد العملاء مع سمساره على عملية شراء هامشي، وذلك بشراء 1000 سهم من إحدى الشركات بهامش أولي 60%، وهامش صيانة 30%، علما أن سعر السهم \$100. والمطلوب:

1- احسب الهامش الحقيقي وقم بتصوير ميزانية المستثمر في بداية الصفقة.

2- بفرض أن القيمة السوقية للسهم ارتفعت إلى \$150، احسب الهامش الحقيقي، ما المبلغ الذي يستطيع العميل سحبه؟ قم بتصوير للميزانية قبل عملية السحب وبعدها، وفي حال رغب المستثمر بعدم سحب المبلغ؛ فكم تصبح قيمة الصفقة التي يستطيع تمويلها.

3- بفرض أن القيمة السوقية للسهم انخفضت إلى \$ 90، احسب الهامش الحقيقي، وصور الميزانية.  
الحل:

1. الهامش الحقيقي = حقوق الملكية / القيمة السوقية

$$60\% = 100000 / 60000 =$$

أو يحسب : الهامش الحقيقي = (القيمة السوقية - القرض) / القيمة السوقية

$$60\% = 100000 / (40000 - 100000) =$$

"لاحظ في بداية الصفقة يتساوى الهامش الحقيقي مع الهامش الأولي"

الميزانية

حقوق ملكية	60000	أ. مالية	100000
قرض	40000		
	100000		100000

2. عند ارتفاع السعر إلى \$150:

$$\text{القيمة السوقية الجديدة} = 1000 \times 150 = \$150000.$$

الهامش الحقيقي = (القيمة السوقية - القرض) / القيمة السوقية

$$73.3\% = 150000 / (40000 - 150000) =$$

من ثم فإن حقوق الملكية = (110000 = 40000 - 150000)

وتمثل الفرق بين القيمة السوقية والقرض، ولمعرفة المبلغ الذي يستطيع المستثمر سحبه:

الهامش الحقيقي = حقوق الملكية / القيمة السوقية

$$60\% = \text{حقوق الملكية} / 150000$$

ومنه حقوق الملكية = 90000

من ثم: يستطيع المستثمر سحب (20000 = 90000 - 110000)

(لاحظ أن 150000 - 100000 = 50000) تمثل الزيادة في حقوق الملكية

50000 × 60% (هامش أولي) = 30000 (لا يستطيع المستثمر سحبها، وتضاف لحقوق الملكية)

## القسم الثالث

### الميزانية قبل السحب

قرض	40000	أ. مالية	150000
حقوق ملكية	110000		
	150000		150000

### الميزانية بعد السحب

قرض	60000	أ. مالية	150000
حقوق ملكية	90000		
	150000		150000

"لاحظ أن المستثمر لم يسحب إجمالي الزيادة، وذلك لأن القرض يزيد بقيمة النقدية المسحوبة "

أما في حال رغب المستثمر بعدم سحب المبلغ؛ فإنه يستطيع تمويل صفقة بقيمة:

$$60\% = 110000 / \text{القيمة السوقية، ومنه القيمة السوقية} = 183000$$

أي يمكن أن يزيد استثماراته بمقدار  $150000 - 183000 = 33000 \$$ .

3. عند انخفاض السعر إلى \$90:

$$\text{القيمة السوقية} = 90 \times 1000 = 90000؛ \text{القرض} = 40000؛$$

$$\text{حقوق الملكية} = 90000 - 40000 = 50000، \text{ومنه:}$$

$$\text{الهامش الحقيقي} = 90000 / 50000 = 55.6\%$$

نلاحظ أن الهامش الحقيقي مازال أعلى من هامش الصيانة (30%)، ومن ثم لا يتخذ السمسار أي إجراء.

### الميزانية

قرض	40000	أ. مالية	90000
حقوق ملكية	50000		
	90000		90000

### 3-2-8 هامش الصيانة Maintenance Margin

هو الحد الأدنى من حق الملكية الواجب على المستثمر الإبقاء عليه في حساب الهامش الخاص به. ويستخدم لحماية بيوت السمسرة في عمليات الهامش؛ فإذا هبط الرصيد دون مستوى هامش الصيانة، مثلاً، كأن يكون بسبب الخسائر على عقد مستقبلي عملات أجنبية، يجري إصدار "استدعاء هامش". ويجب أن يزود الحساب بكمية كافية من النقود، كي لا يحدث استدعاء، وتقاس كمية الهامش إلى كمية حق الملكية، الذي يعدّ بمثابة الضمان للمستثمر، وصيغة الهامش هي الآتية:

$$\text{Margin (\%)} = \frac{V-M}{V}$$

مثال. في حال أخذنا معطيات المثال السابق، وأضفنا البنود الآتية:

- 1- أعد الطلب الثالث في حال أصبح سعر السهم \$50، ما المبلغ الذي يجب على المستثمر إضافته؟
- 2- في حال لم يرغب المستثمر بزيادة مساهمته، ما الإجراء الذي يقوم به السمسار؟ قم بتصوير الميزانية في هذه الحال.
- 3- ما السعر السوقي الذي يحافظ على هامش صيانة 30%؟ وما معنى هذا السعر؟

الحل:

1. عند انخفاض السعر إلى \$50:

أي أن القيمة السوقية =  $1000 \times 50 = 50000$  والقرض 40000. من ثم، حقوق الملكية = \$10000.  
الهامش الحقيقي =  $50000 / 10000 = 20\%$ .

أصبح أقل من هامش الصيانة، ويجب على العميل إضافة مبلغ يعادل:

$$30\% = \text{حقوق الملكية} / 50000, \text{ ومنه حقوق الملكية} = 15000$$

أي يجب إضافة مبلغ 5000، حتى يحافظ العميل على هامش الصيانة 30%.

الميزانية

قرض	40000	أ. مالية	50000
حقوق ملكية	15000	نقدية	5000
	55000		55000

2. في حال لم يرغب العميل بزيادة مساهمته يقوم السمسار ببيع جزء من الأسهم يعادل:

$$30\% = 10000 / \text{القيمة السوقية}. \text{ ومنه: القيمة السوقية} = 33333.$$

أي أن ما تبقى من حقوق الملكية يكفي لتمويل أسهم بقيمة \$33333، ومنه:

$$\text{قيمة الأسهم التي يبيعها السمسار} = 33333 - 50000 = 16667$$

وتستخدم في سداد جزء من قيمة القرض، ويكون الموقف النهائي للعميل:

حقوق ملكية	10000	أ. مالية	33333
قرض	23333		
	33333		33333

3. السعر السوقي الذي يحافظ على هامش صيانة 30%:

$$M.M (\%) = \frac{V-M}{V}$$

حيث: قيمة الأوراق  $V$ ، رصيد قرض الهامش  $M$ .

$$(\%30) = 0.3 = \frac{V-40000}{V} \rightarrow 0.3V=V-40000 \rightarrow -0.7 V=-40000 \rightarrow V=57142.85$$

$$\text{سعر السهم} = 1000/57142 = \$57.142$$

ويمكن إجراء الحساب على الشكل الآتي:

سعر الاستدعاء للشراء الهامشي (margin purchase):

$$\text{Margin Call} = P_0 \left( \frac{1 - \text{initial margin}}{1 - \text{maintanace margin}} \right)$$

$$100 \left( \frac{1-60\%}{1-30\%} \right) = 57.142\$$$

أو بطريقة أخرى:

هامش الصيانة = (القيمة السوقية - القرض) / القيمة السوقية

$$\%30 = \frac{40000 - ?}{?}$$

$$? = \$57142.8$$

أي إن سعر السهم:

$$\$57.14 = 1000/57142.8$$

أو نحسب سعر السهم مباشرة:

$$= (1 - \text{الهامش الأولي}) \times (\text{سعر الشراء}) / (1 - \text{الهامش الحقيقي})$$

$$= (1 - 0.60) / (1 - 0.30) \times 100 = 57.14$$

أي إن السمسار لا يقوم بعملية استدعاء هامشي ما لم ينخفض السعر إلى هذا الحد.

مثال مصور:

الحالة الأولى: عملية الهامش الأصلية

\$8000	قيمة الأوراق (V)	400 سهم عند \$20 للسهم، باستخدام 50% هامش أولي
4000	رصيد قرض الهامش (M)	
4000	الملكية	

الحالة الأولى: في وقت لاحق

\$5,200	قيمة الأوراق (V)	هبط سعر الـ 400 سهم إلى \$13 للسهم
4,000	رصيد قرض الهامش (M)	
1,200	الملكية	

الهامش الجديد (%) =  $5200 \setminus 4000 - 5200 = 23.08\%$ .

لو كان هامش الصيانة 25%، سنكون أمام استدعاء هامش، وعلى المستثمر، ايداع \$133.33

(5200 - 5333.33) ليفي بالمطلوب (25%)، محسوبة على الشكل الآتي:

$$25\% = 0.25 = \frac{V - \$4,000}{V} \rightarrow 0.25 V = V - \$4,000 \rightarrow -0.75V = -\$4,000$$

$$\rightarrow V = \$5,333.33$$

8-2-4 سعر الاستدعاء

في ما يلي صيغة لحساب سعر الاستدعاء أو التسوية (trigger price)، عندما يكون حساب الهامش عند مستوى هامش الصيانة. إذا وصل السعر دون  $P_0$  وهو سعر الشراء الأولي، يتطلب استدعاء للشراء الهامشي، وفوق هذا السعر يتطلب استدعاء للبيع القصير.

$$P_0 \left( \frac{1 - \text{initial margin}}{1 - \text{maintanace margin}} \right) = (\text{margin purchase})$$

$$P_0 \left( \frac{1 + \text{initial margin}}{1 + \text{maintanace margin}} \right) = (\text{short sell})$$

**مثال 1: سعر الاستدعاء للوضع الطويل (\*)**

افرض أنك اشتريت سهما عند \$40 للحصة، فإذا كان الهامش المبدئي 50%، وهامش الصيانة 25%. عند أي سعر ستتلقى اتصالاً أو استدعاءً هامشياً؟

$$- 40(1-0.5/1-0.25) = \$ 26.67$$

وعلى اعتبار أن هذا شراء هامش؛ فإن استدعاء الهامش سيكون دون سعر \$26,67.

**مثال 2: سعر استدعاء الهامش للبيع القصير (\*\*)**

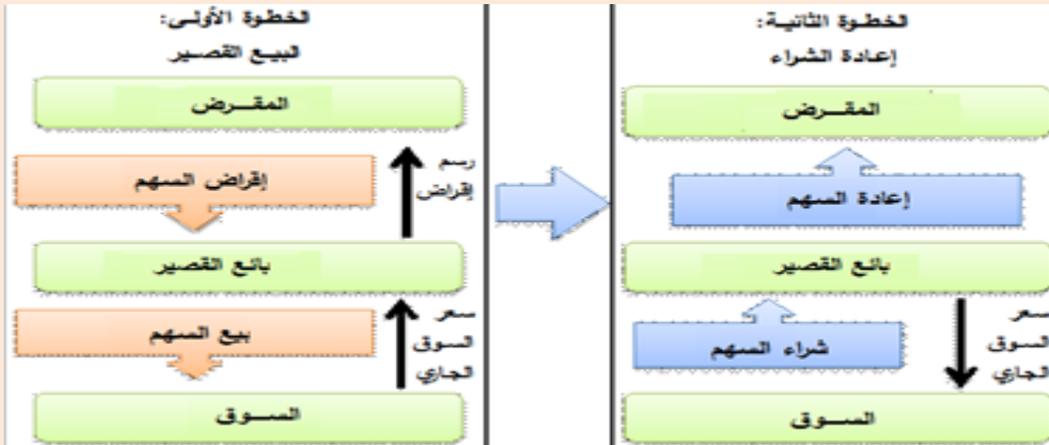
افرض أنك بعت على المكشوف عند \$40 للسهم؛ فإذا كان متطلب الهامش المبدئي (الأولي) 50%، وهامش الصيانة 30%، عند أي سعر ستتلقى اتصال هامش؟

$$- 40(1+0.5)/(1+0.3) = \$ 46.15$$

وعلى اعتبار أن هذا بيع قصير، فإن الاتصال لتسوية الهامش سيكون عند سعر أعلى من \$46.15.

(\*) الأصل أن تشتري الورقة، ونتوقع ارتفاع سعرها، ومن ثم القيام بعملية البيع بالسعر المرتفع (وضع طويل)

(\*\*) بيع الورقة وتوقع انخفاض سعرها، ومن ثم الشراء عند السعر المنخفض (وضع قصير)



المتاجرة بالهامش

تعود المتاجرة بالهامش إلى استخدام أموال مقترضة (الرفع المالي أو الدين) لشراء الأوراق المالية. ويمكن لهذا النوع من المتاجرة أن يضخم العوائد عبر تقليل الراسمال اللازم تأمينه من قبل المستثمر للقيام بالعملية. والمثال الآتي يوضح ذلك (مع إهمال التوزيعات ومصاريف السمسة).

\$4,000	رأس المال المستثمر (الملكية)
4,000	الأموال المقترضة (قرض هامش - 50%)
\$8,000	إجمالي الاستثمار (لشراء 400 سهم)
<hr/>	
\$8,000	كلفة شراء 400 سهم (عند سعر \$20 للسهم)
12,000	بعد 6 أشهر - بيع السهم عند \$30 ونتيجة البيع:
\$4,000	إجمالي ربح الصفقة
200	مطروحا منه: الفوائد (10% سنويا) $4,000 \times 10\% \times 6/12$
<hr/>	
\$3,800	صافي الربح
95%	العائد على رأس المال المستثمر (صافي الربح / رأس المال المستثمر) = $3,800 / 4,000$
<u>190%</u>	العائد السنوي (95% $\times 6/12$ )

إن المتاجرة بالهامش عبارة عن سيف ذي حدين؛ فمخاطرة تحقيق الخسارة تتضخم (بالمعدل نفسه) عند هبوط سعر الورقة المالية.

## 8-2-5 البيع القصير Short Sell

هو بيع أوراق لا يملكها البائع على الشكل الآتي:

- (1) يقترض وبالتزامن يبيع الأوراق عن طريق السمسار.
- (2) يعيد السمسار الأوراق للمقترض عند الطلب أو عند إغلاق عملية البيع القصير.
- (3) يجب الإبقاء على نسبة من ناتج عملية البيع القصير كإيداع لدى السمسار.

### حافز المستثمر للقيام بالبيع القصير

لماذا يرغب المستثمر بالبيع القصير أحياناً؟

لأن البائع يعتقد أن السعر الحالي عال جداً، وسيهبط في المستقبل؛ فهو يأمل بالبيع عالياً، والشراء متدنياً، بمعنى بيع قصير للسهم كأن نقول بـ\$30، وبعد هبوط السعر إعادة شرائه بـ\$20، ومن ثم إعادة المقترض، والإبقاء على \$10 ربح.

### قواعد البيع القصير

(1) قاعدة السعر الأعلى Up-tick rule بمعنى أن البيع على المكشوف لا يمكن أن يتم إلا إذا كان السعر الذي تتم به الصفقة أعلى من السائد قبل الصفقة. أو Zero-tick(Zero-plus) بمعنى إذا كان السعر الذي تتم به الصفقة مساوياً للسعر السابق عليه؛ بشرط أن يكون هذا السعر السابق أعلى من السعر الذي قبله. أما إذا كان السعر الذي تتم به الصفقة أقل (Minus-tick(Down-tick)؛ فلا يجوز إبرام الصفقة، كما لا يجوز إبرام الصفقة إذا كان السعر الحالي مساوياً للسعر الذي قبله، والسعر قبله أقل من السعر السابق عليه (Zero-tick(Zero-minus).

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
21	21.5	21.5	21	21	19	20	20	19	19
-	Up-tick	Zero-plus	Down-tick	Zero-minus	Down-tick	Up-tick	Zero-plus	Down-tick	Zero-minus

من جدول الأسعار السابق نجد أن:

- (1) البيع على المكشوف يمكن أن يتم عند مستويات الأسعار 2 و 7 Up-tick أو 3 و 8 Zero-tick. ولا يمكن أن تتم عملية البيع عند مستويات الأسعار 4 و 6 و 9 أو 5 و 10.
- (2) يجب أن يسدد البائع كل التوزيعات المستحقة dividend للمقرض.
- (3) على بائع القصير أن يودع ضمانات collateral؛ لضمان إعادة الشراء الفجائية للورقة.

المبحث الثالث  
العقود المستقبلية  
Futures Contracts

الأهداف التعليمية:

1. فهم طريقة عمل سوق الفيوثرز.

2. إدراك طبيعة العقد المستقبلي.

3. تبين كيفية المضاربة بالعقد المستقبلي والتحوط به.

4. التمييز بين السوق الفورية والمستقبلية

8-3-1 أسواق العقود المستقبلية

ازداد عدد المتعاملين في سوق العقود المستقبلية (الفيوثرز) وازدادت الأدوات من مجرد عقود من نوع "التثبيت" stand-by، على البن والحبوب إلى سندات الخزنة، ومن ثم يمكن أن تكون عقود السلع والعقود المالية الأسرع نمواً.

بدأت أسواق العقود المستقبلية كأسواق حاضرة Spot Markets على السلع الزراعية، حيث كان يتم التعامل فيها على أساس استلام السلعة ودفع قيمتها نقداً بتاريخ التعاقد، لكن هذه السوق أخذت في التحول إلى نمطها الحالي، أي السوق المستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية في النصف الثاني من القرن التاسع عشر، حيث بدأ المتعاملون فيها يمارسون شراء السلع بسعر متفق عليه مسبقاً أي: عند التعاقد، على أن يتم تسليم السلعة في تاريخ لاحق يحدد بموجب شروط العقد.

يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد المفتوح، وعن طريق وسطاء، أو بيوت مقاصة Clearing Houses، يوكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد، بعد الأخذ بالحسبان الآثار التي تترتب على حق كل منهما؛ بسبب التقلبات السعرية التي تحدث في سعر العقد. ويلزم طرف العقد المستقبلي، بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً Margin، تتراوح قيمته عادة بين (3-15%) من القيمة الإجمالية للعقد، ولا يتم استرداده إلا عند تصفية العقد، وذلك بهدف ضمان تنفيذ الالتزام المتبادل بين المشتري والبائع. ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد، تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، ومن ثم يعكس أثر ذلك في رصيد كل منهما في سجلاته.

تتمثل الوظائف الرئيسية لسوق العقود المستقبلية في:

- 1) توفير المعلومات عن الأسعار في السوق الحاضر، لأن أسعار العقود المستقبلية لأصل ما بمثابة مؤشر لسعره في السوق الحاضرة في وقت تنفيذ العقد المستقبلي.
  - 2) إتاحة الفرصة للمضاربين من أجل تحقيق الأرباح.
  - 3) تقليل مخاطر التغيرات السعرية.
- ويتعامل في أسواق العقود المستقبلية الأطراف الآتية: المشترون والبائعون- المستثمرون بغرض التغطية والمضاربة- بيوت التسوية- بيوت السمسرة.

تفرض بيوت السمسرة على المستثمرين نوعين من الهامش هما: الهامش الأولي أو المبدئي؛ لضمان تنفيذ العقد أو تغطية الخسائر، وهامش الصيانة. ومن الضوابط التي تستخدم في أسواق العقود المستقبلية للحد من المغالاة في المضاربة: أن تقوم إدارة السوق بوضع مدى مسموح به، يحدد الحد الأدنى والأقصى للتقلبات التي تحدث في اليوم الواحد على أسعار العقد، بحيث لا يجوز تخطيها حتى لو اقتضى الأمر وقف التعامل مع العقد. ويتفاوت الحد المسموح به عادة للتقلب بين أنواع العقود، وذلك وفقاً لاختلاف الأصول المشمولة بها وتنوعها، ومن الضوابط الأخرى المستخدمة أيضاً وضع حد أقصى لعدد العقود التي يسمح للمستثمر الواحد أن يمتلكها معاً.

### 8-3-2 العقد المستقبلي

ينشأ العقد المستقبلي بين طرفين، يكون أحدهما مشتري العقد، والآخر بائعاً له، أما الأصل الذي يسري عليه التعامل بموجب العقد؛ فيتراوح عادة بين الأصول الحقيقية مثل: السلع، والمعادن، والعملات بأنواعها المختلفة، وبين الأصول المالية كالأسهم والسندات، كما يمكن أن يسري أيضاً على مؤشرات السوق المالي. وبناءً عليه: هو عقد لشرء، أو بيع سلعة محددة، أو أصل مالي عند سعر محدد في تاريخ مستقبلي معين.

**مثال.** يمكننا بيع سندات الخزانة بعقد مستقبلي، بالقيمة الاسمية للسندات التي ستصدر.

إذن: فالعقد المستقبلي عبارة عن: " التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبوساطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وعند سعر محدد". ويجب أن يحدد في العقد، عدا عن طرفي العقد، عناصر رئيسية أخرى وهي: تاريخ التعاقد، ونوع الأصل محل التعاقد، وتاريخ التسليم، والكمية، وسعر التنفيذ أو سعر التسوية، ومكان وطريقة التسليم.

اعتماداً على ما سبق ذكره: فالعقود المستقبلية عبارة عن عقود نمطية (موحدة) بين طرفين، (أو مستثمر ومؤسسة تقاص)؛ لبيع أو شراء أصول مادية أو مالية، تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع (أو لاستلام أو تسليم)، كمية معينة من أصل معين بسعر محدد مسبقاً، ويتم التنفيذ في وقت لاحق في المستقبل، وذلك من خلال وسيط يسهم في إبرام العقود المستقبلية، ويكون تداولها بطريقة المزاد المفتوح. يمكن تسوية العقد المستقبلي في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق، ويتحقق الربح أو الخسارة يومياً مع تغيرات الأسعار. ويمكن تمييز العقد المستقبلي من خلال خصائص عدة:

(1) السوق المنظمة للعقد.

(2) عقد نظامي بسعر محدد ومتطلبات هامش.

(3) بيت المقاصة (التسوية) في كل سوق.

(4) التسوية اليومية للعقود.

ونتناول في ما يأتي الخصائص المذكورة أعلاه ببعض التفصيل.

**السوق المنظمة:** تعدّ السوق المنظمة خاصية مهمة في عقود (الفيوتشر)؛ لأن وجود السوق الثانوي يعطي العمق اللازم، مما يشجع لدخول السوق، ويزيد السيولة.

**العقود المنظمة (المنظمة والقياسية):** يقود تنظيم العقود وتقييسها إلى متاجرة أكبر، ومن ثم سيولة أكثر. ويذكر في هذا الإطار: نوع البضاعة، أو الأصل، وتوقيت التسليم ومكانه،... وغيرها.

**مثال.** تواريخ العقود المستقبلية في السوق الأمريكي، هي: آذار - أيار - تموز - أيلول - كانون أول. إذ يعتقد أنه فوق الشهرين، يمكن أن يزداد تقلب السعر.

**بيوت التسوية:** يفرض بيت التسوية نفسه كبائع لكل مشتر أو مشتر لكل بائع، وذلك لضمان احترام العقود. واعتماداً على ذلك فلا حاجة لأن يجد البائع الأصلي المشتري، أو المشتري الأصلي للبائع، عند الرغبة بتصفية الوضع، وبالنتيجة؛ فإن كل ما يفترض فعله هو: القيام بصفقة مساوية ومعاكسة تعيد الوضع إلى الصفر (مع بيت التسوية طبعاً). تتم عقود الفيوثرز، إضافة لذلك، بأقل حد من الضمانات، أو يطلق عليه في هذا النوع من الأسواق: "مبالغ النية الطيبة"، أو ضمانات الإرادة الحسنة.

**التسوية اليومية للعقود:** يمثل الهامش أحد وسائل الحماية، ويفعل عند هبوط قيمة العقد (هنا ينتهي التشابه بين هامش العقد المستقبلي وهامش العقد في السوق الحاضرة، كأن يكون على الأسهم مثلاً). وفي العقد المستقبلي لانتم فعلياً عملية بيع وشراء، بل هو اتفاق على البيع أو الشراء، ومصطلح الهامش هنا يقصد به: "الإرادة الطيبة"، ويمثل الهامش المدفوع من قبل البائع والشاري من (3-15%) من قيمة العقد. إن الرفع في العقود المستقبلية كبير جداً على الجانبين: الارتفاع والانخفاض. فالتغير البسيط في سعر السلعة، موضوع العقد، ينتهي بتغير كبير في قيمة العقد.

**توضع حدود سعرية يومية على معظم العقود لضمانة المستثمرين، وتشجيعهم على تنظيم عقود للوصول إلى حجم تجارة ضروري للسوق الثانوي.**

**مثال.** يحدد في بورصة شيكاغو  $\pm 10$  سنت تغير يومي (حدود) للسعر. ولاتمنع هذه الحدود عملية المتاجرة، بل هي حدود يجب أن تتم المتاجرة ضمنها.

كأن نقول: تمت المتاجرة باكراً بارتفاع قدره 10 سنت (فوق الحد) Up the limit! مقابل "كيس" الحبوب. هذا لا يوقف المتاجرة، بل يعني أنه لا يمكن المتاجرة فوق هذا السعر الآن، أي سيحصل انتقال أو انزياح في السعر shift، في الأيام القادمة.

يمكن تقديم أذونات الخزنة بدلا من الكاش مقابل الهامش الأولي، وتقيّم الأذونات ب 90% من قيمتها عند استعمالها لأغراض الهامش؛ فالمستثمر يحصل على دخل من الأذونات، بينما لاتدفع شركات السمسة أية فوائد على حسابات الكاش الخاصة بالسلعة.

**مثال.** نحتاج لشراء 5000 "كيس" من الشوفان عند سعر \$1.65 للكيس، تسليم أيلول(سبتمبر)، حيث نتوقع البيع عند سعر مرتفع. نشترى عقد وندفع هامش \$400. في اليوم التالي هبط السعر إلى \$1.61 للكيس، أي خسارة \$200 (تسوى الأوضاع في نهاية يوم المتاجرة). هبط الهامش دون هامش الصيانة(\$250)، فنقوم بالتسوية. وفي يوم لاحق، هبط السعر إلى \$1.60، وهبط الهامش إلى \$350. في يوم ثالث ارتفع السعر بمقدار 5 سنت للكيس، أي \$250 فوق ال \$350، وهذا يعني \$600 في الرصيد(\$200 فوق الهامش - تسحب)

إن الهامش المحدد على كل نوع من العقود، هو للحماية من التقلبات، وقد وضع اعتمادا على التجربة، ولايمكن لأي تذبذب أن يزيد على الهامش الأولي لأي عقد في يوم واحد.

### 8-3-2-1 العقود المستقبلية المالية

تأتي العقود المالية بأشكال متنوعة على أدونات الخزنة، والأوراق المالية، والسندات، وشهادات الايداع، والعملات، والفائدة، ومؤشرات الأسهم...إلخ.

### 8-3-2-1-1 عقود أسعار الفائدة

تعدّ عقود سندات الخزنة حالياً، الأكثر شعبية، بالرغم من أنها واحدة من عقود مستقبلية عديدة لأسعار الفائدة، وحقيقة أنها عديمة المخاطرة وسندات بأجل طويل، يصل استحقاقها حتى 15 سنة؛ جعلها عاملاً حاسماً ومقرراً بالنسبة للمدير المالي، في أن هذه العقود تخفض المخاطرة المرتبطة بتقلبات أسعار الفائدة؛ فبسبب العلاقة العكسية بين سعري الفائدة والسند، وبسبب أن هذه العلاقة العكسية تنشأ من كون سعر الكوبون عند الإصدار ثابت، ولكن طالما قد صدر فإنه يجب أن ينافس بقية الأدوات المالية. وتصدر السندات الجديدة لتعطي مردوداً حالياً (سعر الفائدة الحالي)، ويجب أن يتعدّل المردود على السندات القديمة لينافس الاصدارات الجديدة؛ فعند ارتفاع أسعار الفائدة يجب أن تهبط أسعار السندات القديمة التي لها معدل كوبون منخفض، من أجل زيادة المردود على السند القديم، وجعله منافساً للجديد.

إن العقود المستقبلية لأسعار الفائدة تعطي المستثمر طريقة غير مكلفة لتخفيض المخاطرة المرتبطة بتقلبات أسعار الفائدة، وتستخدم هذه العقود كل من المصارف، وصناديق التقاعد، وشركات التأمين، وكذلك الشركات عند الرغبة في إصدار دين جديد؛ فإذا ارتفعت أسعار الفائدة قبل تمكن الشركة من الإصدار؛ فإن الربح من العقد المستقبلي المباع سيقابل التكاليف المتزايدة المصاحبة للدين المقترح عرضه.

### 8-3-2-1-2 عقود الصرف الأجنبي

تستخدم للتحوط من مخاطر أسعار الصرف، وأكثر المستخدمين لها هم: المصدرين، كما تستخدم أيضاً للتحوط من تقلبات أرباح الفروع الأجنبية.

### 8-3-2-1-3 عقود المؤشرات

إن ما يتم المتاجرة به في عقود المؤشرات هو: السعر المستقبلي لمؤشر، وليس للأسهم المتضمنة في المؤشر. ويوجد حالياً عقود على المؤشرات من مثل: S&P500، و DJIA؛ فمؤشر S&P500 مثلاً عبارة عن مؤشر واسع يتكون من 400 صناعي، و 40 خدمات، و 20 نقل، و 40 شركات مالية. وتشكل هذه الشركات 80% من قيمة كل الاصدارات المتاجر بها في NYSE. إن مؤشر S&P500 عبارة عن مؤشر مرجح القيمة، ووزن كل سهم في المؤشر يتحدد بالقيمة السوقية له. إن حجم أو قيمة كل عقد هو:  $(S\&P500 \times 500)$ .

عند وجود تقلبات في سوق الأسهم تتبدل الحظوظ؛ بحيث يمكن تحقيق خسائر أو أرباح.

**i** في 22 أكتوبر من عام 1987، وخلال الأسبوع الذي سبق الأزمة الكبيرة، استطاع تاجر واحد هو البرت فرمان الثالث الملقب "بد" من تحقيق \$900000 خلال 90 ثانية عبر شراء 303 عقود مستقبلية على S&P500 عند \$ 196.00 للعقد، ومن ثم بيعه عند \$202.00 للعقد بعد 90 ثانية.  $(\$6 \times 500)$  للعقد  $\times 300$  عقد = \$900000).

تم إدخال نظام خاص "ماص للصدمات" بعد الأزمة، أو وما يطلق عليه: "قاطع دارة" إلى معظم الأسواق المستقبلية للمؤشرات، وتعمل هذه الآليات كما هو الحال مع الحدود السعرية اليومية، إلا أنها أقل صرامة؛ فمثلاً في سوق نيويورك للفيوترز NY Futures Exchange هناك توقف للمتاجرة Halt لمدة 10 ثوان أو 30 ثانية، أو ساعة واحدة، أو 2 ساعة، يمكن أن تنتج عن التآرجح الواسع لسوق الأسهم. إن هذه التوقفات المبرمجة هي للسماح للمتاجرين بتقييم السوق بشكل عقلائي خلال فترات التآرجح الكبيرة.

#### فكر!

تتحدد عوائد المحفظة بحركة السوق معبر عنها ب  $\beta$  المحفظة. وقبل ظهور عقود المؤشرات المستقبلية، كان المدير المالي أو الصندوق مضطراً لتعديل بيتا المحفظة، عند استشعار تغير في اتجاه السوق. إن عقود المؤشرات المستقبلية تسمح للمدير بتقليل تأثيرات تآرجح السوق أو تخميدها، وبدون تكلفة معاملات مرتفعة، غالباً ما تكون مرتبطة بالمتاجرة اللازمة لتعديل بيتا المحفظة. وبالرغم من أن عقود المؤشرات تسمح بتخفيض المخاطرة أو الآثار غير المرغوبة للتآرجح النزولي للسوق، إلا أنها تقلل أيضاً تأثيرات التآرجح الصعودي. بعبارة أخرى، تسمح لمدير المحفظة أو الصندوق أن يخفض أقصى ما يمكن من تأثيرات السوق التي يرغب هو بتخفيضها....

### 3-3-8 المضاربة والتحوط بالعقد المستقبلي

يكفي المتعامل في العقود المستقبلية سواء أكان مشترياً أم بائعاً قيمة الهامش المطلوب (والذي كما أشرنا سابقاً لا يشكل سوى نسبة ضئيلة من القيمة الإجمالية للعقد) حتى يدخل السوق إما مستثمراً عادياً يسعى لتحقيق أرباح معقولة، أو مضارباً يسعى لتحقيق مكاسب رأسمالية مرتفعة تنتج عن التقلبات السعرية. ويتم التحوط في العقود المستقبلية إما عن طريق شراء العقد أو عن طريق بيعه، وذلك حسب وضع كل من طرفي العقد.

### 1-3-3-8 التحوط بالعقد المستقبلي

يوجد تنوع كبير في العقود المستقبلية، وبالرغم من أن العقود المستقبلية تخفض المخاطرة، إلا أنه يجب على المستثمر أو المتاجر التأكد مما يفعله بها، أو بمعنى آخر يجب التأكد من استخدام العقود المستقبلية بالشكل الصحيح لتخفيض المخاطرة. فقد دخلت إحدى الشركات الألمانية Metallgesellschaft AG، التي لها فرع أميركي بعقد لتأمين المحروقات بأسعار ثابتة لمدة 10 سنوات. يعني ذلك: أنه مادامت الأسعار لم ترتفع فلا يوجد خطر، ولتخفيض المخاطرة: دخل فرع الشركة في عقود مستقبلية (قصيرة الأجل). هبطت الأسعار وعانى فرع الشركة من خسائر كبيرة جداً (مليار دولار).

لقد تحوطت الإدارة بالأداة المناسبة، غير أنها لم تتحوط بفترة الاستحقاق الملائمة.



تمثل المخاطرة الأساسية مخاطرة مالية تواجه الاستثمارات في استراتيجية التحوط؛ بحيث لا

تحصل تغيرات سعرية مكافئة في الاتجاه المقابل. إن مثل هذا الارتباط غير التام بين الاستثمارين يخلق إمكانية تحقيق مكاسب أو خسائر زائدة بنتيجة إستراتيجية التحوط؛ مما يؤدي إلى إضافة مخاطرة إلى وضع المستثمر أو مركزه.

تكون الأدوات الاستثمارية المتقابلة في هيكل الاستثمارات عادة، والتي يجري التحوط بها، متماثلة. ومع ذلك، يبقى الاختلاف موجوداً بما يكفي؛ للتسبب في القلق لدى المستثمر، فعلى سبيل المثال: في محاولة التحوط ضد السندات بفترة استحقاق عامين، عبر شراء عقود فيوتشر أذونات الخزنة، هناك خطر في أن لا تتقلب أذونات الخزنة والسندات بطريقة متماثلة.

ولتحديد مقدار الخطر الأساسي: يحتاج المستثمر ببساطة إلى أخذ سعر السوق الحالي للأصل الذي يتم تغطيته، وطرح سعر العقد المستقبلي.

مثال. إذا كان سعر النفط \$55 للبرميل، وكان العقد المستقبلي المستخدم للتحوط في هذا المركز بسعر \$54.98؛ فإن الأساس عندها هو \$0.02.

8-3-3-2 التحوط التقاطعي. مع التحوط التقاطعي Cross Hedging لا يريد المستثمر السلعة أو الأصل الذي دخل بسببه في عقد مستقبلي، بل إن ما يريد هو: تثبيت سعر سلعة أقرب ما تكون إلى السلعة أو الأصل موضوع العقد. وبالنتيجة: لا يريد المستثمر اقتناء العقد إلى حين الاستحقاق والتسليم الفعلي للسلعة أو الأصل. يستطيع المستثمر عكس وضعه؛ فلو كان قد اشترى عقداً، يستطيع بيع العقد نفسه، بحيث يلغي العقدان بعضهما.

**مثال.** لديك مشروع يستخدم النفط كمدخل أولي، وتبحث عن عقد لدرجة النفط نفسها المستخدم في مشروعك. قد لا تجد الدرجة نفسها، ولكنك ستجد عقود نفط أخرى قريبة، وعلى اعتبار أن هناك ارتباط بين مختلف المشتقات والدرجات للنفط، وهي تتحرك معاً، إذن: يمكن شراء عقد للتحوط لأي نوع آخر.

إذاً، بالرغم من أنها تخفض المخاطرة، إلا أنه يجب التأكد من استخدام العقود المستقبلية بالشكل الصحيح لتخفيض تلك المخاطرة....

### 8-3-4 السوق الفورية (الحاضرة) والمستقبلية

من حيث الهامش النقدي الجزئي:

يغطي في العقود المستقبلية بسندات ونسبته من 2-10% من قيمة العقد، وهي نسبة صغيرة مقارنة بمثيلاتها في السوق الحاضرة. ويعزو بعضهم ضآلة الهامش إلى أنه تتم مراجعته وتسويته من جلسة إلى أخرى خلال اليوم بواسطة بيوت التسوية، أي عدم وجود فرصة لتراكم الخسائر، وهو ما يحدث في حالة الهامش النقدي الجزئي في السوق الحاضرة Spot.

من حيث مفهوم الربح والخسارة:

يمثل الارتفاع والانخفاض في سوق العقود المستقبلية ربحاً أو خسارة حقيقيين، أما في السوق الفورية فإن الارتفاع والانخفاض لا يمثل ربحاً أو خسارة حقيقيين (بل ورقبيين) paper profit or loss، إلا إذا تم بيع فعلي للأوراق محل التعامل.

من حيث تكلفة المعاملات:

يشجع انخفاض العمولة في سوق العقود المستقبلية المستثمر على شراء تشكيلة الأسهم التي يرغب بها من خلال عقود المؤشرات من مثل S&P500 و DJIA، أما في السوق الفورية؛ فإنه يتم شراء تشكيلة الأسهم فوراً من خلال المتاجرة بالحزمة program trading.

كما أن انخفاض تكلفة المعاملات في سوق العقود المستقبلية قد شجع المتعاملين على استخدام العقود

المستقبلية؛ لتغطية ما يملكونه من أسهم ضد مخاطر تغير الأسعار<sup>(\*)</sup>، بينما في السوق الفورية؛ فقد

استخدموا ما يملكونه من أسهم في بناء مراكز تحميهم من تلك المخاطر Offsetting positions.

الحد الأقصى لعدد العقود (لتشكيلة مماثلة لتشكيلة S&P500) التي يمكن للمستثمر أن يعقدها هي 500 عقداً، أما رسوم السمسرة على العقد الواحد فتبلغ 25 دولاراً، هذا يعني أن الحد الأقصى للعمولة على تلك الصفقة سوف يبلغ 12500 دولار (25×500).

(\*) إن تغطية مركز المستثمر في سوق العقود لصفقة قيمتها 400 مليون دولاراً يكلفه 12500 دولاراً، بينما تبلغ تكلفة معاملات مماثلة في السوق الفورية 400 ألف دولار على أساس عمولة 1% في المتوسط.

### التسوية اليومية للهامش Marked to Market

تسوى عقود الفيوْتشرز يوميا؛ فهي مربوطة بالسوق، بمعنى التسوية اليومية لحساب الهامش ليعكس الأرباح أو الخسائر؛ ففي نهاية كل يوم عمل، يعدل الحساب، وتسوى الأرباح أو الخسائر.

**مثال:** في صباح الاثنين اتخذت أنت كمستثمر وضعا طويلاً في عقد فيوتشرز على الجنيه الإسترليني يستحق يوم الأربعاء بعد الظهر، وكان السعر المنفق عليه هو: £/1.68\$ والكمية 52.500 £. الاثنين، في نهاية يوم المتاجرة، ارتفع سعر الفيوْتشرز إلى 1.69\$. وعند إغلاق الثلاثاء، ارتفع السعر مجدداً إلى 1.70\$. عند إغلاق الأربعاء، هبط السعر إلى 1.685\$، واستحق العقد. تتسلم المبلغ بالسعر السائد، وهو 1.685\$.

يمكن تسجيل التسوية اليومية للسعر والربح أو الخسارة كما يأتي:

#### التسوية اليومية

التدفق	العملية	الزمن
-	شراء عقد الفيوْتشرز الذي يستحق خلال يومين، عند سعر 1.68\$	صباح الاثنين
أنت تحصل على: $62,500 \times (1.69 - 1.68) = \$625$	ارتفاع سعر الفيوْتشرز إلى 1.69\$	إغلاق الاثنين
أنت تحصل على: $62,500 \times (1.70 - 1.69) = \$625$	ارتفاع سعر الفيوْتشرز إلى 1.70\$	إغلاق الثلاثاء
(1) أنت تدفع: $62,500 \times (1.70 - 1.685) = \$937.50$	هبوط سعر الفيوْتشرز إلى 1.685\$. (1) العقد مربوط بالسوق (2) يحصل المستثمر على 62.500.	إغلاق الأربعاء
(2) أنت تدفع: $\pounds 62,500 \times 1.685 = \$105,312.50$		

الربح الصافي:  $\$1,250 - 937.50 = \$312.50$

المبحث الرابع  
عقود الخيارات  
Options

الأهداف التعليمية:

1. فهم طبيعة عقود الخيارات.
2. التمييز بين خيار حق الشراء وخيار حق البيع.
3. إدراك مغزى استخدام الخيارات كأداة مضاربة وتحوط.

ما هو الخيار؟

يقدم الخيار للحامل الحق بشراء أو بيع كمية محددة من السهم موضوع العقد عند سعر ثابت (يسمى سعر التنفيذ) عند تاريخ انتهاء صلاحية الخيار أو قبلها. وبما أننا أمام حق لا التزام؛ فإن للحامل أن يختار عدم تنفيذ الحق والسماح بانتهاء صلاحية الخيار، ونوعي الخيار هما - حق شراء وحق بيع.

8-4-1 عقود الخيارات

يتمثل الخيار في عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار، والآخر بائع أو محرر الخيار. وبموجب العقد يكون للطرف الأول: أي المشتري، الحق في أن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي المحرر، أو أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني أصلاً معيناً بسعر معين، وفي تاريخ معين، أو خلال مدة زمنية معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول (المشتري) بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني. وتسري عقود الخيار عادة على الأوراق المالية كالأسهم، والسندات، وكذلك على مؤشرات الأسواق المالية كما تسري أيضاً على العملات الأجنبية، ووفقاً لهذا المفهوم تشمل عقود الخيار إضافة إلى طرفيه (المشتري والبائع) مجموعة من العناصر الأساسية مثل: تاريخ التعاقد، ونوع الأصل محل التعاقد، وكمية العقود، وكمية الأصل في كل عقد، سعر التنفيذ Exercise Price، أي السعر الذي بموجبه ستتم التسوية بين طرفي العقد عند التنفيذ، وتاريخ التنفيذ (إذا كان الخيار من النوع الأوربي)، أو المدة الزمنية التي يسري خلالها (إذا كان الخيار من النوع الأمريكي)، وقيمة العلاوة أو المكافأة Premium التي يجب على مشتري الخيار دفعها لمحرر الخيار، وتتوقف قيمة هذه العلاوة على عوامل عدة مثل: القيمة السوقية للأصل المشمول بالخيار، وسعر التنفيذ، وتاريخ التنفيذ، وأسعار الفائدة السائدة.

## 8-4-2 أنواع الخيارات

تبعاً لطبيعة العقد وشروطه تقسم الخيارات إلى نوعين رئيسيين هما:

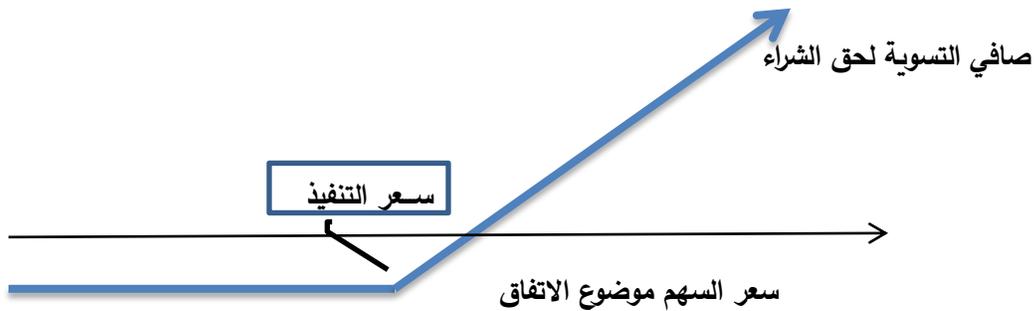
### 8-4-2-1 خيار شراء (حق الشراء) Call Option

يكون العقد خيار شراء عندما يعطي حامله الحق بشراء أصل معين بكمية معينة (عدد من الأسهم مثلاً) من محرر الخيار Option Writer بسعر محدد عند التعاقد خلال مدة معينة، ولكي يتمكن حامل خيار الشراء من ذلك؛ فإنه يشتري هذا الحق من خلال دفع علاوة معينة لمحرر عقد الخيار، ويكون محرر الخيار بالمفهوم السابق ملزماً ببيع الأصل محل العقد وفق الشروط التي يتضمنها، وذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد. إذن: لا يلزم خيار الشراء مشتري الحق بتنفيذ العقد، بل يلزم محرره. إن كلاً من مشتري حق الخيار ومحرره يحققان مكاسب معينة وذلك في حدود توقعاتهم وقناعاتهم بخصوص الورقة المالية موضوع التعاقد.

**يعطي خيار حق الشراء للمشتري الحق بشراء الأصل موضوع العقد عند سعر ثابت (سعر التنفيذ أو K) في أي وقت سابق لتاريخ انتهاء صلاحية الخيار، ويدفع المشتري مقابل هذا الحق.**  
عند انتهاء الصلاحية:

- إذا كانت قيمة الأصل موضوع العقد  $(S) > (K)$   
- يحصل المشتري على الفرق:  $S - K$
- إذا كانت قيمة الأصل موضوع العقد  $(S) < (K)$   
- المشتري لا ينفذ الحق، وعموماً:
- تزداد قيمة حق الشراء مع زيادة قيمة الأصل موضوع العقد
- تنخفض قيمة حق الشراء مع انخفاض قيمة الأصل موضوع العقد

الشكل البياني رقم (8-4-2-1). تسوية حق الشراء



مثال. اشترى أحد المستثمرين عقد خيار شراء 1000 سهم في 2017/5/1 بسعر تنفيذ \$50 للسهم الواحد ينفذ في 2017/8/30 وبعلاوة تبلغ \$2 للسهم الواحد، فما هو موقف المستثمر في الحالتين التاليتين:

الحالة الأولى: ارتفاع السعر السوقي للسهم إلى \$60 في تاريخ تنفيذ العقد.



الحالة الثانية: انخفاض السعر السوقي للسهم إلى \$40 في تاريخ تنفيذ العقد.



في الحالة الأولى من مصلحة مشتري الحق التنفيذ؛ لأن سعر السوق هو \$60، وهو أعلى من سعر التنفيذ \$50.

في الحالة الثانية ليس من مصلحة مشتري الحق التنفيذ؛ لأن سعر السوق هو \$40، وهو أقل من سعر التنفيذ \$50.

#### 8-4-2 خيار البيع (حق البيع) Put Option

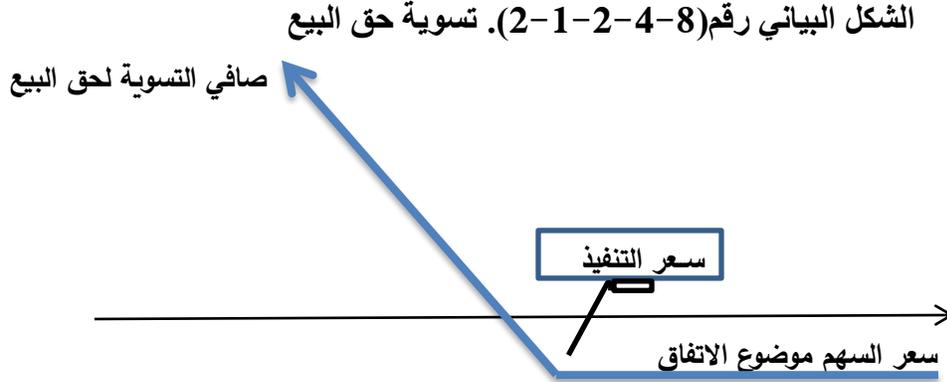
يكون العقد خيار بيع إذا ما أعطى حامل حق خيار البيع، أي مشتري الحق في أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني، أي لمحرر عقد الخيار أصل معين بكمية معينة وسعر معين، وفي تاريخ معين، أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل حصول المحرر من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

ويلاحظ هنا، وبغض النظر عن نوع العقد أي سواء أكان خيار شراء أم خيار بيع؛ فإن زمام المبادرة في ممارسة الحق بتنفيذ الخيار هو دائماً رهن بإرادة المشتري، وما على المحرر إلا الإذعان، كما أنه في كلا النوعين يقبض محرر الخيار من المشتري علاوة تحدد في شروط العقد، وتجدر الإشارة إلى أن المستثمرين يلجؤون عادة إلى شراء عقود خيار الشراء عندما يتوقعون حدوث ارتفاع في مستوى أسعار الأصول المشمولة في تلك العقود، بينما يلجؤون إلى شراء عقود البيع حال توقعهم حدوث هبوط في مستوى أسعار تلك الأصول.

يعطي خيار حق البيع للمشتري الحق ببيع الأصل موضوع العقد عند سعر ثابت في أي وقت سابق لتاريخ انتهاء صلاحية الخيار، ويدفع المشتري مقابل هذا الحق. عند انتهاء الصلاحية:

- إذا كانت قيمة الأصل موضوع العقد  $(S) < (K)$  - يحصل المشتري على الفرق:  $K - S$
- إذا كانت قيمة الأصل موضوع العقد  $(S) > (K)$  - المشتري لا ينفذ الحق، وعموماً:

- تنخفض قيمة حق البيع مع زيادة قيمة الأصل موضوع العقد
- تزداد قيمة حق البيع مع انخفاض قيمة الأصل موضوع العقد



مثال. لدى أحد المستثمرين 1000 سهم بتاريخ 2017/3/1، وهو يتوقع انخفاض الأسعار خلال الأشهر الثلاثة القادمة، ولذلك اشترى حق خيار بيع لهذه الأسهم بسعر \$50 للسهم الواحد بتاريخ 2017/6/1، وبعلاوة تبلغ \$3 للسهم الواحد؛ فما هو موقف المستثمر في الحالات الآتية:

الحالة الأولى: انخفاض السعر السوقي للسهم إلى \$40 في تاريخ تنفيذ العقد.	
الحالة الثانية: ارتفاع السعر السوقي للسهم إلى \$60 في تاريخ تنفيذ العقد.	
الحالة الثالثة: بقاء سعر السهم في السوق على حاله.	

في الحالة الأولى من مصلحة مشتري الحق التنفيذ؛ لأن سعر السوق هو \$40، وهو أقل من سعر التنفيذ \$50.

في الحالة الثانية ليس من مصلحة مشتري الحق التنفيذ؛ لأن سعر السوق هو \$60، وهو أعلى من سعر التنفيذ \$50.

في الحالة الثالثة ليس من مصلحة مشتري الحق التنفيذ، وتكون خسارته بمقدار العلاوة.



## 8-4-3-2 الفرق بين عقود الخيار والعقود المستقبلية

تتفق العقود المستقبلية مع عقود الخيار في أن كلا منهما يعدّ نوعاً من المشتقات المالية التي توفر للمستثمر فيها درجة عالية من الرفع المالي تتيح له استخدامها بشكل واسع في أغراض المضاربة والتحوط. لكن مع ذلك توجد بينهما بعض الاختلافات من حيث طبيعة الالتزامات التي تنشأ عن كل منهما، أو من زاوية المخاطرة المحيطة بالتعامل فيهما، ويمكن حصر الاختلافات الرئيسة بينهما في مايلي:

- (1) العقد المستقبلي عقد حقيقي ملزم لكل من طرفيه بتنفيذ ما تم عليه الاتفاق عند حلول تاريخ التسوية المنصوص عليه في العقد.
- (2) يترتب على العقد المستقبلي صفقة شراء أو بيع فعلية (لكنها مؤجلة) تتم بين طرفيه، وتتصب هذه الصفقة على أصول أو سلع حقيقية تحدد في شروط العقد، أما عقد الخيار فلا يترتب عليه في الغالب عملية بيع أو شراء فعلية، وإنما ينصب العقد على شراء (حق شراء أو حق بيع) أصل معين بشروط معينة.
- (3) إن الهامش Margin المحدد بنسبة معينة من القيمة الإجمالية للعقد المستقبلي يهدف لتأمين الوفاء بالتزامات كل طرف تجاه الآخر، لكن هذا التأمين هو بمثابة دفعة مقدمة تسترد عند إنجاز التسوية لدى انتهاء أجل العقد، أما في عقد الخيار فمشتري الخيار هو وحده فقط من يدفع العلاوة أو المكافأة، وتعدّ هذه العلاوة بمنزلة ثمن عقد الخيار؛ لذا لا يتم استردادها، ولكن كما هو الحال للعقد المستقبلي يدفع محرر الخيار في كثير من الأحيان هامشاً جزئياً يسلم للوسيط كضمانة للوفاء بالتزاماته تجاه مشتري الخيار.
- (4) يتعرض المستثمر، خصوصاً المضارب في العقود المستقبلية إلى درجة عالية جداً من المخاطر تتجاوز تلك التي يتعرض لها المستثمر في عقود الخيار، ذلك لأنه في حين لا تتجاوز الخسارة التي يتحملها مشتري الخيار قيمة العلاوة أو المكافأة التي يدفعها لمحرر الخيار؛ فإن خسارة المستثمر في العقد المستقبلي يمكن أن تشمل القيمة الإجمالية للعقد.

## 8-4-4-1 نظرية تسعير الخيارات

### محددات قيمة الخيار

المتغيرات ذات الصلة بالأصل موضوع العقد:

- قيمة الأصل موضوع العقد؛ فمع زيادة هذه القيمة، فإن الحق بالشراء عند سعر ثابت (حق الشراء) يصبح أكثر قيمة والحق بالبيع عند سعر ثابت (حق البيع) يصبح أقل قيمة.
- التباين في القيمة السابقة الذكر؛ فمع زيادة التباين، كلا من حق الشراء وحق البيع يصبحان أكثر قيمة لأن كل الخيارات محدودة نزولياً، وتتوقف على تقلب السعر بالاتجاه الصعودي.
- التوزيعات المتوقعة على الأصل، والتي يتوقع أن تقلل مكونات التسعير الزائد للأصل، مخفضة قيمة حق الشراء، ورافعة من قيمة حق البيع.

المتغيرات ذات الصلة بالخيار:

- سعر تنفيذ الخيار؛ إذ يصبح حق الشراء (البيع) عند سعر ثابت أكثر (أقل) قيمة عند السعر المنخفض.
- عمر الخيار؛ إذ إن كلا من حق الشراء وحق البيع يستفيدان من العمر المديد.
- مستوى سعر الفائدة؛ إذ يصبح الحق بالشراء (البيع) عند سعر ثابت في المستقبل أكثر (أقل) قيمة مع زيادة المعدلات.

### الخيار الأمريكي مقابل الخيار الأوربي: المتغيرات ذات الصلة بالتنفيذ المبكر

يمكن تنفيذ الخيار الأمريكي في أي وقت سابق لانتهاء صلاحيته، بينما لا يمكن تنفيذ الخيار الأوربي إلا بتاريخ انتهاء الصلاحية.

- إن إمكانية التنفيذ المبكر للخيار الأمريكي يجعله أكثر قيمة من مثيله الأوربي.
- ومع ذلك، في معظم الحالات؛ فإن علاوة الزمن المرتبطة بالمتبقي من عمر الخيار يجعل من هذا التنفيذ المبكر أقل مثالية.

بينما يعدّ التنفيذ المبكر غير مثالي عموماً؛ فإن هناك استثناءان:

- واحد منهما يخص حالة أن الأصل موضوع العقد يعطي توزيعات كبيرة، ومن ثم تخفيض قيمة الأصل، وحق الشراء على هذا الأصل. في هذه الحالات يمكن تنفيذ خيار حق الشراء في تاريخ سابق للتوزيع، إذا كانت العلاوة الزمنية على الخيار أقل من التدهور المتوقع في قيمة الأصل.

- الاستثناء الآخر هو: عندما يحمل المستثمر كلا من الأصل موضوع العقد، وحقوق البيع الرباحة جداً على الأصل *in the-money puts* ، في وقت تكون فيه معدلات الفائدة مرتفعة، والقيمة الزمنية على حق البيع قد تكون أقل من الربح المحتمل من تنفيذ حق البيع باكراً، وربح الفائدة على سعر التنفيذ.

الجدول رقم (8-4-4-1). محددات قيمة الخيار

العامل	قيمة حق الشراء	قيمة حق البيع
الزيادة في سعر السهم	تزداد	تتخفف
الزيادة في سعر التنفيذ	تتخفف	تزداد
الزيادة في تباين الأصل موضوع العقد	تزداد	تزداد
الزيادة في الزمن لحين انتهاء الصلاحية	تزداد	تزداد
الزيادة في معدل الفائدة	تزداد	تتخفف
الزيادة في التوزيعات المدفوعة	تتخفف	تزداد

فكر!

تشكيل محفظة محاكاة (نسخ)

يهدف تشكيل محفظة محاكاة إلى استخدام مزيج من الاقتراض/الإقراض الخالي من المخاطرة مع الأصل موضوع العقد، لخلق التدفق النقدي نفسه عند تقييم الخيار.

- حق الشراء = الاقتراض + شراء D من السهم موضوع العقد.
  - حق البيع = البيع القصير ل D من الأصل موضوع العقد + الإقراض
  - إن عدد الأسهم المشتراة أو المباعة تسمى: دلتا الخيار *option delta*.
- بعدئذ تطبق المراجعة، ويجب أن تساوي قيمة الخيار قيمة محفظة المحاكاة.

نتناول في هذا الفصل لاحقاً، دلتا الخيار وغيرها مما يطلق عليه: "إغريقيات الخيار"، في إشارة إلى الأحرف الإغريقية المستعملة.

## 8-4-4-2 نموذج بلاك-شولز The Black-Scholes model

كانت صيغة النموذج المقدمة من قبل بلاك وشولز<sup>1</sup> مصممة لتقييم الخيار الأوربي المحمي التوزيعات. ويمكن كتابة قيمة خيار الشراء في نموذج بلاك-شولز كدالة من المتغيرات الآتية:  $S$  وتمثل القيمة الجارية للأصل موضوع العقد.  $K$  سعر تنفيذ الخيار.  $t$  الزمن لحين انتهاء صلاحية الخيار.  $r$  معدل الفائدة الخالي من المخاطرة المتعلق بعمر الخيار.  $S^2$  التباين في قيمة اللوغاريتم الطبيعي للأصل موضوع العقد. قيمة خيار الشراء =

$$S N(d1) - K e^{-rt} N(d2)$$

حيث:

- $d1 = \frac{\ln(\frac{S}{K}) + (r + \frac{\sigma^2}{2})t}{\sigma\sqrt{t}}$
- $d2 = d1 - \sigma\sqrt{t}$

المحفظة التي تمت محاكاتها متضمنة في نموذج بلاك-شولز، ولمحاكاة حق الشراء هذا يلزم الآتي:

- شراء  $N(d1)$  من السهم؛ إذ  $N(d1)$ ، يطلق عليه دلتا الخيار  $\text{option delta}$
- اقتراض  $Ke^{-rt} N(d2)$

تقدم صيغة تسعير الخيار المقدمة من قبل فيشر بلاك ومايرون شولز في العام 1973 العلاقة بين خيار الشراء  $\text{call option}$  وخمسة عوامل محددة للعلاوة على القيمة السوقية للخيار قياساً إلى القيمة عند انتهاء الصلاحية. تتوقف قيمة خيار الشراء، بحسب الصيغة أعلاه على خمسة متغيرات هي: سعر الأصل ( $S$ )، وسعر التنفيذ ( $E$ )، ومعدل الفائدة المستمر ( $r$ )، والوقت لحين الاستحقاق ( $t$ )، والانحراف المعياري للعوائد على الأصل ( $\sigma$ )، ويعرف عادة بالتقلب. من هذه المتغيرات الخمس فقط التقلب غير معروف، ونحتاج للتنبؤ به لحين استحقاق الخيار. إن سعر الخيار في الصيغة عبارة عن: دالة مرجحة من سعر الأصل ( $S$ )، والقيمة الحالية لسعر التنفيذ ( $Ee^{-rt}$ )، والأوزان هي  $N(d1)$ ، وهي معدل التحوط أو دلتا الخيار  $\text{delta}$ ، و  $N(d2)$ ، وهي احتمال أن يستحق الخيار راجحاً.

1. المتبقي من الزمن - لحين الاستحقاق - كلما طالت مدة الخيار، كانت قيمة الخيار أكبر.

<sup>1</sup> Black, F. & Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. Journal of Political Economy, 81, 637-59.

2. تقلب سعر السهم- كلما كان التقلب في سعر السهم موضوع العقد أكبر، كانت قيمة الخيار أكبر.
  3. سعر التنفيذ- كلما كان سعر التنفيذ أقل، كانت قيمة الخيار أكبر.
  4. سعر السهم- كلما كان سعر السهم موضوع العقد أكبر، كانت قيمة الخيار أكبر.
  5. المعدل الخالي من المخاطرة- كلما كان المعدل الخالي من المخاطرة أعلى، كانت قيمة الخيار أكبر.
- والصيغة المذكورة أعلاه تكتب كالتالي:

$$V = P[N(d1)] - PV(E)[N(d2)]$$

حيث:

$V$  هي القيمة الجارية لخيار الشراء؛

$P$  هي السعر الحالي للسهم؛

$PV(E)$  هي القيمة الحالية لسعر تنفيذ الخيار  $E$ ، وتساوي:

$$E/e^{-rt}$$

حيث:  $r$  معدل العائد الخالي من المخاطرة، وهو المعدل المركب بشكل مستمر لفترة  $t$  من الزمن.  $e$  تساوي 2.71828 و  $t$  تمثل النسبة المتبقية من السنة لحين انتهاء الصلاحية ( $t = 3/12, 3/4, 0.25$ )؛  $N(d)$  هي احتمال أن التوزيع الطبيعي للمتغير العشوائي  $Z$  أقل أو تساوي  $d$ .  $\sigma$  الانحراف المعياري لمعدل العائد على السهم بحسب الفترة (يجري تركيبه بشكل مستمر).

$$d1 = \ln[P/PV(E)]/\sigma\sqrt{t} + \sigma\sqrt{t}/2$$

$$d2 = d1 - \sigma\sqrt{t}$$

وتتطلب الصيغة إدخال بيانات جاهزة، باستثناء  $\sigma^2$  أو التقلب.

ويمكن بسهولة الحصول على:  $P, X, r, t$ ، وتتمثل اقتراحات نموذج الخيار بالتالي:

1- تزداد قيمة الخيار مع مستوى سعر السهم إلى سعر التنفيذ  $[P/PV(E)]$ ، الوقت المتبقي لحين انتهاء الصلاحية، والزمن لحين الانتهاء مضروباً بتقلب السهم  $\sigma\sqrt{t}$ .

2- المتعلقات الأخرى:

a. سعر الخيار دائماً أقل من سعر السهم.

b. لا يهبط سعر الخيار أبداً دون مستوى التسوية عند التنفيذ الفوري ( $P - E$  أو الصفر، أيهما أكبر).

c. إذا كان السهم بلاقيمة الخيار أيضاً بلاقيمة.

d. حالما يصبح سعر السهم كبيراً جداً، يقترب سعر الخيار من سعر السهم مطروحاً منه القيمة الحالية لسعر التنفيذ.

**مثال-** السعر الجاري لسهم شركة سيجما هو: \$59.375، وسعر التنفيذ على خيار الشراء لهذا السهم هو \$55، وتنتهي صلاحيته بعد شهر؛ فإذا كان الانحراف المعياري لمعدل العائد على السهم المحسوب على أساس مركب ومستمر هو: 0.2968، والمعدل الخالي من المخاطرة 5% سنويا، احسب قيمة خيار حق الشراء هذا.

**أولاً-** نحسب الوقت الباقي إلى أن تنتهي صلاحية الخيار (يؤخذ الزمن بالسنوات):

$$t = 30 \text{ يوم} / 365 \text{ يوم} = 0.0822$$

**ثانياً-** نحسب قيم المتغيرات الأخرى:

$$PV(E) = E / e^{-rt} = \$55 / e^{0.05 \times 0.0822} = \$54.774$$

$$d1 = \ln[P / PV(E)] / \sigma \sqrt{t} + \sigma \sqrt{t} / 2 = \ln[\$59.375 / \$54.774] / (0.2968 \times \sqrt{0.0822})$$

$$+ (0.2968 \times \sqrt{0.0822}) / 2 = 0.9904$$

$$d2 = d1 - \sigma \sqrt{t} = 0.9904 - 0.2968 \times \sqrt{0.0822} = 0.9053$$

**ثالثاً-** نستخدم جدول التوزيع الطبيعي لاستخراج قيم  $N(d1)$  و  $N(d2)$ :

$$N(d1) = N(0.9904) = 0.8389$$

$$N(d2) = N(0.9053) = 0.8173$$

**أخيراً-** نستخدم القيم السابقة لاستخراج قيمة الخيار:

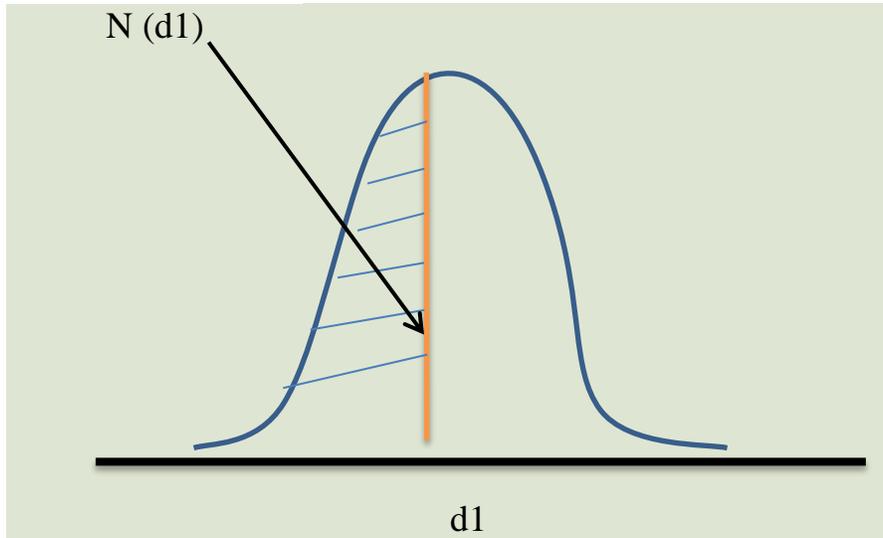
$$V = P[N(d1)] - PV(E)[N(d2)] = \$59.375[0.8389] - \$54.774[0.8173] = \$5.05$$

إن خيار الشراء هذا يساوي \$5.05، وهو أكثر قليلا من قيمته فيما لو تم تنفيذه فورا، كما يفترض أن يتوقعه

$$(\$59.375 - \$55) = \$4.375$$

المرء.

الشكل البياني رقم (8-4-4-2-1). دلتا الخيار



### 8-4-4-3 التكييف (التعديل) المرتبط بالتوزيعات

إذا كان المردود من التوزيعات ( $y$  = التوزيعات/القيمة الجارية للأصل) للأصل موضوع العقد يتوقع له أن يبقى من دون تغيير خلال عمر الخيار؛ فإن نموذج بلاك-شولز يمكن تعديله ليأخذ التوزيعات بالاعتبار.

$$C = S e^{-yt} N(d1) - K e^{-rt} N(d2)$$

$$d1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d2 = d1 - \sigma\sqrt{t}$$

ويمكن أيضاً اشتقاق قيمة حق البيع على الشكل الآتي:

$$P = K e^{-rt} (1 - N(d2)) - S e^{-yt} (1 - N(d1))$$

### مشكلات نماذج تسعير الخيار الحقيقية

1. قد لا يتم المتاجرة بالأصل موضوع العقد؛ مما يصعب تقدير قيمة الأصل موضوع العقد وتباينه.
2. سعر الأصل قد لا يتبع مساراً مستمراً؛ مما يصعب تطبيق نماذج تسعير الخيار (من مثل بلاك-شولز) التي تقوم على هذا الافتراض.
3. التباين قد لا يكون معروفاً، وقد يتغير خلال عمر الخيار؛ مما يجعل عملية تسعير الخيار أكثر تعقيداً.
4. التنفيذ قد لا يكون سريعاً أو مباشراً، مما سيؤثر في قيمة الخيار.
5. بعض الخيارات الحقيقية معقدة، وتنفيذها يولد خيارات أخرى (مركبة).

i

مقتطفات من بحث فيشر بلاك وميرون شولز

"... في حال سعرت الخيارات بشكل صحيح في السوق، لن يكون ممكنا تحقيق أرباح مؤكدة من خلال تشكيل محافظ وضع طويل ووضع قصير في الخيارات والأسهم موضوع العقد. وباستخدام هذا المبدأ، تم اشتقاق صيغة نظرية لتقييم الخيارات. حيث أنه يمكن اعتبار كل خصوم الشركات كمزيج من الخيارات، فإن الصيغة والتحليل الذي أوصل إليها يمكن تطبيقهما على خصوم الشركات من مثل الأسهم العادية، وسندات الشركات، والتعهدات. ولاسيما أنه يمكن استخدام الصيغة لاشتقاق الخصم الواجب تطبيقه على سند الشركة بسبب من إمكانية التوقف عن السداد.

.....  
 .....

وباشتقاقنا لصيغة تقييم الخيار على أساس سعر السهم؛ سنفترض "شروطا مثالية" في السوق للسهم والخيار:

(a) معدل الفائدة قصيرة الأجل معروف وثابت عبر الزمن.

(b) سعر السهم يتبع مشيا عشوائيا random walk في زمن مستمر مع معدل تباين متناسب مع مربع سعر السهم. ومن ثم فإن التوزيع للأسعار المحتملة للسهم في نهاية أي انقطاع عبارة عن لوغاريتم طبيعي، ومعدل التباين للعائد على السهم ثابت.

(c) السهم لايعطي أية توزيعات أو غيرها من العوائد.

(d) الخيار "أوربي" أي يمكن تنفيذه عند الاستحقاق.

(e) لا يوجد أية تكاليف معاملات عند بيع السهم أو الخيار أو شرائها.

(f) يمكن اقتراض أي مبلغ (جزء) من سعر الورقة لشرائها او الاحتفاظ بها بمعدل الفائدة قصيرة الأجل. لا يوجد أية أحكام جزائية على البيع القصير. البائع الذي لايملك الورقة سيقبل ببساطة سعر هذه الورقة المحدد من قبل المشتري، وسيقبل التسوية مع المشتري في تاريخ مستقبلي عبر تسديد مبالغ مساوية لسعر الورقة في ذلك التاريخ..."

5-4-8 نموذج التسعير الثنائي للخيار  
The Binomial Option Pricing Model

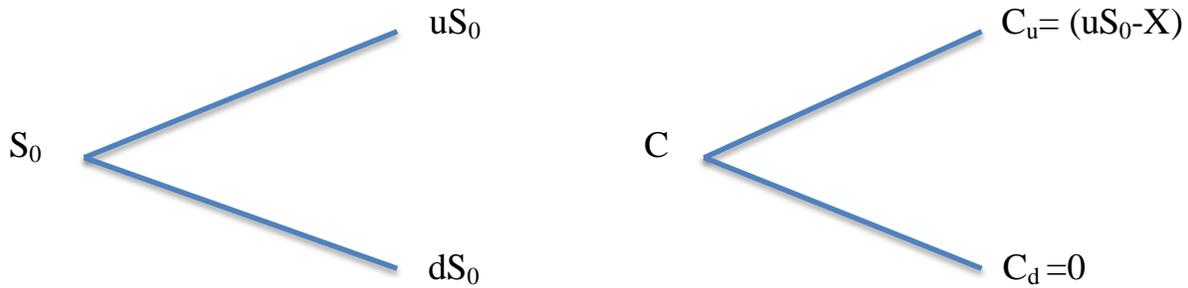
الرسم التوضيحي رقم (8-4-5-1). نموذج التسعير الثنائي

سعر تنفيذ حق الشراء = 50، انتهاء الصلاحية t=2			
t = 0	t = 1	t = 2	سعر حق الشراء
		100	50
	70	50	0
50		35	
		25	0

مثال. ليكن لدينا سهم يباع عند سعر  $S_0$ . يمكن للسعر أن يزداد بمقدار  $u$  أو يهبط بمقدار  $d$ . وليكن سعر تنفيذ خيار الشراء هو  $X$ . بحيث:

$$dS_0 < X < uS_0$$

ومن ثم سيكون تغير السعر وقيمة خيار الشراء كالاتي:



والآن، سنأخذ بالحسبان مايمكن أن يتحصل من خيار الشراء وشراء  $H$  حصة من السهم موضوع الخيار،  
حيث:

$$H = \frac{C_u - C_d}{uS_0 - dS_0} = \frac{uS_0 - X}{uS_0 - dS_0}$$

إن قيمة هذا الاستثمار عند انتهاء الصلاحية سيكون كالاتي:

	Up	Down
المتحصل من السهم	$HuS_0$	$HdS_0$
المتحصل من الخيار	$-(uS_0 - X)$	0
الإجمالي	$HdS_0$	$HdS_0$

لاحقا، امتلنا أداة عديمة المخاطرة قيمتها النهائية  $HdS_0$ .

إن القيمة الجارية لهذا الاستثمار يجب أن تساوي القيمة الحالية المخصومة بالمعدل الخالي من المخاطرة. إن  $H$  تدعى معدل التحوط (الوقاء)، وهو المعدل الممثل لمدى المتحصلات من خيار الشراء، ومدى سعر السهم. لقد بنيت الحجة السابقة على التحوط التام، أو المحاكاة، أي: إن المتحصل من الاستثمار يحاكي السند عديم المخاطرة.

**مثال.**

استنادا للمعطيات أدناه، احسب ما يأتي:

**المعطيات:**

$$\underline{S_0 = 100, d = .75, u = 1.5, X = 120, r = 5\%}$$

1.  $C_u, C_d$ .

2. احسب معدل التحوط  $H = (C_u - C_d) / (uS_0 - dS_0)$ .

3. احسب  $HdS_0$ .

4. أوجد القيمة الحالية ل  $HdS_0$  استنادا لمعدل الفائدة الخالي من المخاطرة  $r$ .

5. احسب سعر خيار الشراء باستخدام حجة المراجعة الآتية:  $HS_0 - C = PV(HdS_0)$ .

**الحل:**

1.  $uS_0 = 150, dS_0 = 75, C_u = uS_0 - X = 30, C_d = 0$

2.  $H = (C_u - C_d) / (uS_0 - dS_0) = 0.4$

3.  $HdS_0 = 30$

4.  $PV(HdS_0) = HdS_0 / (1 + r) = 28.57$

5.  $HS_0 = 0.4 \times 100 = 40$

$C = HS_0 - PV(HdS_0) = 11.43$

### التوزيعات المحددة

عند تقصير الانقطاعات الزمنية time interval؛ فإن التوزيعات المحددة عندما تنتهي  $t \rightarrow 0$ ، يمكن أن تأخذ واحدة من صيغتين:

▪ إذا كانت  $t \rightarrow 0$ ، فإن التغيرات في السعر تصبح أقل، والتوزيع المحدد هو التوزيع الطبيعي ومسار السعر عملية مستمرة.

▪ إذا كانت  $t \rightarrow 0$ ، فإن التغيرات في السعر تبقى كبيرة، والتوزيع المحدد هو: توزيع "بواسون" Poisson distribution، أي التوزيع الذي يسمح بقفزات سريعة.

يطبق نموذج بلاك-شولز The Black-Scholes model عندما يكون التوزيع المحدد توزيعاً طبيعياً، ومن الواضح أنه يفترض أن مسار السعر هو عملية مستمرة، ولا يوجد قفزات في سعر الأصل.

### نموذج تسعير الخيار الثنائي المعمم

يمكن لنموذج التسعير الثنائي أن يوسع لأكثر من فترة. سيكون علينا في هذه الحال إيجاد معدل التحوط عند كل فترة، ومن ثم يمكن لنا أن نبني محفظة متحولة بشكل تام عند كل نقطة زمنية، وهو ما ندعوه: التحوط الحركي "الديناميكي".

ويجدر الإشارة إلى أن بعض العقد (عند كل فترة) ستكون مشتركة؛ بمعنى أن سيناريو: أعلى - أدنى "up and down" سيعطي السعر نفسه الذي يعطيه سيناريو أدنى - أعلى "down and up".

**دلتا**

إن دلتا الخيار هي التغير في سعر الخيار بنتيجة الزيادة في سعر السهم موضوع الخيار بمقدار وحدة واحدة. وهي تلخص عبء المخاطرة المرتبطة بسعر السهم. إن دلتا في نموذج بلاك شولز تماثل معدل التحوط في نموذج التسعير الثنائي.

فيما يتعلق بخيار الشراء فإن دلتا:

$$delta = N(d_1) > 0$$

وفيما يتعلق بخيار البيع فإن دلتا:

$$delta = N(d_1) - 1 < 0$$

**8-4-6 القيمة الزمنية والقيمة الأصلية للخيار**

تساوي القيمة الأصلية (الجوهريّة) للخيار الرباح، ما يمكن أن يتحصل من التنفيذ الفوري للخيار.

○ في حال خيار الشراء: سعر السهم - سعر التنفيذ.

○ في حال خيار البيع: سعر التنفيذ - سعر السهم.

أما القيمة الأصلية للخيار الخاسر فتساوي الصفر.

أما القيمة الزمنية للخيار فتساوي الفرق بين السعر الفعلي لخيار الشراء من جهة، والقيمة الأصلية (الجوهريّة) عندما يقترب موعد انتهاء صلاحية الخيار، حيث تنتهي القيمة الزمنية إلى الصفر.

**الجدول رقم (8-4-6-1). محددات قيمة الخيار 2**

خيار البيع	خيار الشراء	
-	+	سعر السهم
+	-	سعر التنفيذ
+	+	تقلب سعر السهم
+	+	الوقت المتبقي لحين انتهاء الصلاحية
-	+	معدل الفائدة
+	-	معدل التوزيعات

**دلتا الخيار  $\delta$** : تحدد دلتا الخيار بأنها معدل التغير في سعر الخيار، أخذاً بالاعتبار لسعر الأصل موضوع الخيار. إنها ميل المنحنى الذي يربط سعر الخيار إلى الأصل موضوع الخيار. تتباين قيم دلتا بين الصفر والواحد (0-1) لخيار الشراء، والصفر و-1 لخيار البيع (-1 إلى 0).

دلتا الخيار = التغير في سعر الخيار / التغير في سعر الأصل موضوع الخيار بوحدة واحدة.

إذا ارتفع سعر السهم من \$51 إلى \$52؛ فإن سعر الخيار يمكن أن يرتفع من \$2.50 إلى \$3.10. يشكل ذلك تحركاً بمقدار \$0.60 لكل \$1 تحركاً في السهم. إذن: ارتفعت دلتا من 0.50 إلى 0.60 (0.60 - 0.50 = 0.10).

حالما يصبح الخيار رابحاً أكثر فأكثر.

من جهة أخرى، ماذا لو هبط السهم من \$50 إلى \$49؟ يمكن أن يهبط سعر الخيار من \$2 إلى \$1.50، بما يعكس مرة أخرى، 0.50 قيمة دلتا الخيار المكافئ (\$2 - 1.50 = 0.50). وفي حال استمر هبوط السهم وصولاً إلى \$48، يمكن للخيار أن يهبط من \$1.50 إلى \$1.10. من ثم فإن دلتا في هذه الحالة، تكون قد هبطت إلى 0.40 (1.50 - 1.10 = 0.40). يعكس هذا الانخفاض في دلتا ضعف الاحتمال؛ بأن ينتهي الخيار رابحاً عند الاستحقاق.

**غاما  $\gamma$** : يتم تحديدها على أنها: معدل التغير في قيمة دلتا المحفظة، أخذاً بالاعتبار لسعر الأصل موضوع العقد. بمعنى آخر، المشتق الجزئي من الدرجة الثانية، أخذاً بالاعتبار لسعر الأصل موضوع العقد.

تشير غاما إلى مقدار التغير في دلتا، عند التحرك بنقطة واحدة في الورقة موضوع العقد.

إذا كانت  $\gamma$  صغيرة تتغير دلتا ببطء نسبياً، ونادراً ما نحتاج للقيام بالتعديلات، للإبقاء على دلتا المحفظة محايدة. إذا كانت  $\gamma$  سلبية للغاية أو إيجابية للغاية، تكون دلتا حساسة للغاية لسعر الأصل الأساسي موضوع الخيار. في مثل هذه الحالة يشكل ترك دلتا المحفظة محايدة، من دون تغيير لأي مدة زمنية مخاطرة مؤكدة.

**غاما  $\gamma$**  = التغير في دلتا الخيار / التغير في سعر الأصل موضوع الخيار بوحدة واحدة.

مثال. إذا كانت دلتا خيار الشراء تساوي (0.65)، وارتفع سعر السهم بمقدار وحدة نقدية واحدة، عندها يفترض أن ترتفع قيمة الخيار بمقدار 0.65، ولكن قيمة دلتا لن تبقى على حالها، وسترتفع مع ارتفاع سعر السهم موضوع الخيار؛ كأن نفترض أنها أصبحت (0.80)، على اعتبار أن الخيار أصبح رابحاً أكثر. في هذه الحال ستساوي غاما:  $0.65 - 0.80 = -0.15$ .

**ثيتا  $\theta$ :** تمثل معدل التغير في قيمة المحفظة، أخذاً بالاعتبار انقضاء الزمن، باقي العوامل على حالها. ويشار إليها أحياناً، باضمحلال قيمة المحفظة مع الزمن. تساعد ثيتا في تحديد سعر التنفيذ الصحيح. إن ثيتا سالبة في حال خيار الشراء أو البيع لجهة مشتري الخيار، وموجبة لجهة بائع الخيار.

**ثيتا  $\theta$  =** التغير في سعر الخيار / الزمن المتبقي لحين الاستحقاق

**مثال.** إذا كانت قيمة ثيتا الخيار مساوية (1.5)، ويباع الخيار عند سعر (63.5)، يعني ذلك أن الخيار سيباع في اليوم اللاحق عند (62)، باقي العوامل على حالها.

**فيجا  $v$ :** تمثل معدل التغير في سعر الخيار، سواء أكان خيار شراء أم بيع، لكل 1% تغير في التقلب الضمني implied volatility في سعر السهم موضوع الخيار. فهي تدل على مدى تأثير التقلب الضمني في سعر الأصل موضوع الخيار في سعر الخيار. يتسبب هبوط قيمة فيجا بخسارة في قيمة خيار الشراء أو البيع. وعندما ترتفع قيمة فيجا يزداد سعر الخيار، وعندما تهبط قيمة فيجا، ينخفض سعر الخيار.

**فيجا  $v$  =** التغير في سعر الخيار / التغير في التقلب الضمني.

**مثال.** إذا كانت قيمة فيجا الخيار مساوية (0.5)، فإن تغيراً بمقدار وحدة واحدة في التقلب الضمني باتجاه الزيادة أو النقصان سيسبب تغيراً بالمقدار والاتجاه نفسهما في سعر الخيار.

**رو  $\rho$ :** تقيس التغير المتوقع في سعر الخيار، عند تغير 1% في سعر الفائدة. فهي تدل على مقدار تحرك سعر الخيار صعوداً أو هبوطاً، في حال ارتفاع معدل الفائدة الخالي من المخاطرة أو انخفاضه. حيث أنه مع ارتفاع معدل الفائدة الخالي من المخاطرة، ترتفع قيمة خيار الشراء، وتهبط قيمة خيار البيع. يلخص ذلك:

كون **رو  $\rho$**  خيار الشراء موجبة، وسالبة في حال خيار البيع.

**رو  $\rho$  =** التغير في سعر الخيار / التغير 1% في معدل الفائدة الخالي من المخاطرة.

**مثال.** إذا كانت قيمة **رو  $\rho$**  الخيار مساوية (10)، ومعدل الفائدة الخالي من المخاطرة (2%). وفي حال هبط معدل الفائدة 1%، عندها تهبط العلاوة على خيار الشراء بمقدار (10)، ويطلق على هذا التغير **رو  $\rho$** .

التوزيع الطبيعي

$d$	$N(d)$	$d$	$N(d)$	$d$	$N(d)$
-3.00	0.0013	-1.00	0.1587	1.05	0.8531
-2.95	0.0016	-0.95	0.1711	1.10	0.8643
-2.90	0.0019	-0.90	0.1841	1.15	0.8749
-2.85	0.0022	-0.85	0.1977	1.20	0.8849
-2.80	0.0026	-0.80	0.2119	1.25	0.8944
-2.75	0.0030	-0.75	0.2266	1.30	0.9032
-2.70	0.0035	-0.70	0.2420	1.35	0.9115
-2.65	0.0040	-0.65	0.2578	1.40	0.9192
-2.60	0.0047	-0.60	0.2743	1.45	0.9265
-2.55	0.0054	-0.55	0.2912	1.50	0.9332
-2.50	0.0062	-0.50	0.3085	1.55	0.9394
-2.45	0.0071	-0.45	0.3264	1.60	0.9452
-2.40	0.0082	-0.40	0.3446	1.65	0.9505
-2.35	0.0094	-0.35	0.3632	1.70	0.9554
-2.30	0.0107	-0.30	0.3821	1.75	0.9599
-2.25	0.0122	-0.25	0.4013	1.80	0.9641
-2.20	0.0139	-0.20	0.4207	1.85	0.9678
-2.15	0.0158	-0.15	0.4404	1.90	0.9713
-2.10	0.0179	-0.10	0.4602	1.95	0.9744
-2.05	0.0202	-0.05	0.4801	2.00	0.9772
-2.00	0.0228	0.00	0.5000	2.05	0.9798
-1.95	0.0256	0.05	0.5199	2.10	0.9821
-1.90	0.0287	0.10	0.5398	2.15	0.9842
-1.85	0.0322	0.15	0.5596	2.20	0.9861
-1.80	0.0359	0.20	0.5793	2.25	0.9878
-1.75	0.0401	0.25	0.5987	2.30	0.9893
-1.70	0.0446	0.30	0.6179	2.35	0.9906
-1.65	0.0495	0.35	0.6368	2.40	0.9918
-1.60	0.0548	0.40	0.6554	2.45	0.9929
-1.55	0.0606	0.45	0.6736	2.50	0.9938
-1.50	0.0668	0.50	0.6915	2.55	0.9946
-1.45	0.0735	0.55	0.7088	2.60	0.9953
-1.40	0.0808	0.60	0.7257	2.65	0.9960
-1.35	0.0885	0.65	0.7422	2.70	0.9965
-1.30	0.0968	0.70	0.7580	2.75	0.9970
-1.25	0.1056	0.75	0.7734	2.80	0.9974
-1.20	0.1151	0.80	0.7881	2.85	0.9978
-1.15	0.1251	0.85	0.8023	2.90	0.9981
-1.10	0.1357	0.90	0.8159	2.95	0.9984
-1.05	0.1469	0.95	0.8289	3.00	0.9987
-1.00	0.1587	1.00	0.8413		

## المبحث الخامس عقود المقايضة أو المبادلة Swaps

### الأهداف التعليمية:

1. إدراك المقصود بعقود المبادلة.
2. التعرف إلى أنواع عقود المبادلة.
3. فهم الحاجة إلى عقود مبادلة العملات والفائدة.

### 8-5-1 عقود المبادلة

تشكل المبادلة Swap، صورة من صور المشتقات المالية، تسري عقودها على الخيارات وأسعار الفائدة والعملات. ويعرف عقد المقايضة بأنه: " اتفاق تعاقدى بين طرفين أو أكثر يتم عبر وسيط؛ لتبادل الالتزامات أو الحقوق. ويتعهد الطرفان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر، وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما الأصلي تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها، وذلك من دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول".

يجب أن تحدد في العقد عناصر رئيسية هي: طرفا العقد، الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة، وقيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة، والعملية التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات، والسعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليه، ومدة سريان العقد.

تعود نشأة عقود المبادلات إلى عام 1970، عندما طور تجار العملة المبادلات كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية، وكتب فصل آخر في تاريخ المبادلة، خلال الأزمة المالية لعام 2008، عندما تمت الإشارة إلى مبادلة التوقف عن سداد الائتمان على الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري MBS، كأحد العوامل المساهمة في التدهور الاقتصادي الكبير.<sup>1</sup>

تتعامل أسواق المبادلات بأنواع عدة من العقود، وتعد عقود تبادل العملات وعقود تبادل أسعار الفائدة الأكثر انتشاراً خاصة بين المؤسسات المالية، وتعرض في ما يأتي بشيء من التفصيل لبعضها.

<sup>1</sup>. مفلح هزاع وكنجو كنجو، مرجع سبق ذكره، ص-125-130.

## 8-5-2 أنواع المبادلات

تسري عقود المبادلة على أدوات عدة هي: عقود تبادل العملات Currency Swaps، وعقود تبادل أسعار الفائدة Interest Rate Swaps، وعقود تبادل السلع، Commodity Swaps وعقود تبادل حقوق الملكية Equity Swaps.

### 1. عقود مبادلة العملات Currency Swaps

تتمثل عملية المبادلة (المقايضة) بين عملتين معينتين في شراء أحدهما، ولتكن العملة X وبيع الأخرى ولتكن العملة Y على أساس السعر الفوري لكل منهما، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل)، والذي يتحدد وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين<sup>1</sup>، وتمثل كل واحدة من العملتين المشار إليهما عملة مقايضة، ومع أن عقود المقايضة تنشأ بين البنوك من جهة وعملائها من جهة أخرى، إلا أن معظم تلك العقود خاصة الكبيرة منها تنشأ فيما بين البنوك نفسها؛ فتجد مصرفين أحدهما (A) لديه فائض من عملة أجنبية كالدولار مثلاً، في حين أن عليه التزامات استحققت وليكن بالجنيه الإسترليني، ولدى بنك آخر (B) فائضاً من الجنيه الإسترليني، وعليه التزامات استحق تسديدها بالدولار. في حال كهذه يكون من مصلحة البنكين الدخول في عقد مقايضة للعملتين الدولار والجنيه الإسترليني، إذ إضافة إلى ميزة تخفيض تكلفة التمويل لكل منهما، يحقق عقد المقايضة للطرفين أيضاً ميزة التحوط من مخاطر تقلب سعر صرف الجنيه الإسترليني للبنك (A)، ومخاطر تقلب سعر صرف الدولار للبنك (B)، ذلك أن سعر الصرف الآجل لهاتين العملتين يكون محدداً سلفاً ضمن شروط العقد.

وتستخدم البنوك التجارية المزايا التي توفرها عقود المقايضة بشكل واسع عندما تلوح في الأفق مؤشرات لتقلبات حادة في أسعار صرف العملات؛ إذ تلجأ إلى هذه العقود عن طريق شراء احتياجاتها التمويلية من أسواق النقد بعملة معينة تناسبها، وبموجب أسعار الصرف الفورية لتقوم في الوقت نفسه بالدخول طرفاً في عقد مستقبلي، وبذلك تخفض مخاطر التقلب الحاد الذي قد يحدث في سعر صرف تلك العملة. إن: تهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلاً في أسعار صرف العملات Exchange Rate Risk.

وتتخذ عقود مبادلة العملات شكلين:

(1) عقود مقايضة متوسطة أو طويلة الأجل تحدث في أسواق رأس المال يطلق عليها مصطلح مقايضات رأسمالية Capital Market Swaps، ويغلب على أغراضها الطابع التحوطي أكثر من

<sup>1</sup>. مفلح هزاع، التمويل الدولي، مرجع سبق ذكره، ص-317-19، 326-29.

أغراض المضاربة، وتلجأ إليها المؤسسات المالية عادة، تلك التي تلجأ إلى الاقتراض طويل الأجل من أسواق رأس المال.

(2) عقود المقايضة قصيرة الأجل والتي تحدث في أسواق النقد Money Market Swaps عادة، ويتعامل فيها المضاربون لأغراض تحقيق الأرباح من جراء تقلب أسعار صرف العملات، والفائدة على تلك العملات.

## 2. عقود مبادلة أسعار الفائدة

### Interest Rate Swaps

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال، وذلك بسبب اختلاف ملاءة المقرضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقترضين ومستثمرين حول اتجاهات تقلب أسعار الفائدة السوقية من جهة أخرى. والهدف الرئيس من استخدام عقود مقايضة أسعار الفائدة هو: تخفيض تكلفة التمويل، وذلك عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية. يحدث ذلك مثلاً عندما تتفق مؤسسة مصدرة للسندات سبق أن أصدرت سندات، ولكن بكوبون متغير، على تبادل دفعات الفوائد أو مقايضتها؛ ليتحول التزام المؤسسة الأولى بدفع الفائدة المتغيرة إلى المؤسسة الثانية، وذلك دون مساس بالالتزام أي منهما الأصلي عن السند، والدافع الرئيس الذي دعا الطرفين إلى عقد هذا الاتفاق أو العقد هو أن كلا منهما قد يتوقع بطريقة تختلف توقع الآخر؛ ففي حين وجدت المؤسسة الأولى طبقاً لظروفها وتوقعاتها أن من مصلحتها استبدال معدل الفائدة الثابت عن القرض بمعدل فائدة متغير، رأت المؤسسة الثانية خلاف ذلك وبأن مصلحتها طبقاً لظروفها وتوقعاتها تقتضي استبدال معدل الفائدة المتغير بمعدل فائدة ثابت، وهكذا التقت مصلحة الطرفين عند إنجاز عقد المقايضة.