

القيم المتداولة في سوق الأوراق المالية

أدت التطورات الاقتصادية التي حدثت خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين إلى نمو سريع في حجم الأوراق المالية التقليدية (الأسهم والسندات)، وظهور منتجات مالية جديدة أملت بها التحولات المالية المتزامنة مع التقدم الهائل الذي عرفته تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، والحاجة المالية إلى مثل هذه المنتجات ، وفي هذا المحور سيتم التطرق إلى أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من حيث مفهومها وخصائصها وأنواعها.

I. أدوات الملكية:

يمثل السهم صك ملكية قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي لحامله الحق في الحصة من رأسمال الشركة المصدرة له، وتعد الأسهم الأداة الرئيسية لتمويل الشركات إلى جانب أن إصدار المزيد من الأسهم من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى هيكل رأس المال ويزيد بالتالي عن حجم الطاقة الافتراضية للشركة وتعتبر سوق الأسهم إحدى أوسع أسواق الأوراق المالية في الاقتصاديات المتقدمة والنامية على حد سواء .

وتنقسم الأسهم من حيث الحقوق المترتبة عنها إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة:

I. الأسهم العادية:

تمثل الأسهم العادية مستند ملكية له قيمة اسمية، قيمة دفترية قيمة سوقية وقيمة تصفوية؛ وتمثل القيمة الاسمية القيمة المدونة على وثيقة السهم وهي قيمة نظرية لتوثيق حساب رأس المال المدفوع في المستندات المحاسبية للشركة، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد تأسيس الشركة ، غير أنه يمكن تغييرها عمليا بموجب قرار اشتقاق الأسهم، وتحدد معظم الدول حدا أدنى للقيمة الاسمية، حيث لا يمكن للشركة إصدار الأسهم بقيمة أقل من ذلك. أما القيمة الدفترية فتتمثل قيمة الأسهم المقيدة بدفاتر الشركة معبرا عنها بقيمة حقوق الملكية (ولا تتضمن قيمة الأسهم الممتازة) مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. أما القيمة السوقية للسهم فتمثل السعر الذي يتداول به السهم في السوق، ولا يشترط تطابقها مع أي من القيمتين الدفترية والاسمية.

وبالتالي، فمن المتوقع تذبذب هذه القيمة صعودا وهبوطا بسبب تأثيرها بعوامل عديدة كالقيمة الدفترية للسهم، وظروف العرض والطلب في السوق، وتوقعات المحللين الماليين بخصوص مستقبل أوضاع الشركة (أي مركزها المالي وقدرتها على تحقيق الأرباح) وتوزيعات الشركة للأرباح، فضلا عن تأثير الظروف الاقتصادية كالتضخم والركود الاقتصادي.

في حين تتمثل القيمة **التصفوية** للسهم العادي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة المصفاة بعد تسديد كل الالتزامات وحقوق الدائنين وحملة الأسهم الممتازة، ويشير المتعاملون في سوق المالية إلى أن القيمة الاسمية والقيمة الدفترية لا تمثلان تقييما حقيقيا للسهم، نظرا لأن القيمة الحقيقية للسهم العادي تتوقف على العائد الذي يتوقع تحقيقه نتيجة لامتلاكه، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات، لذلك لا يوجد في واقع الأمر ما يضمن قدرة الشركة المصدرة على تسويق أسهمها بقيمتها الاسمية، بل إن وجود الخصم أو العلاوة على القيمة الاسمية هو السيناريو الأكثر احتمالا لضمان بيع السهم بقيمته السوقية.

وتتمثل الأسهم العادية مصدرا دائما للتمويل، إذ لا يمكن الرجوع إلى الشركة لاسترداد قيمتها لكن إذا ما أراد المستثمر تحويلها إلى سيولة فلا سبيل أمامه إلا بيعها في سوق الأوراق المالية. ويتمتع المساهمون من حملة الأسهم العادية بعدد من الحقوق من بينها الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو التنازل، والحق في الحصول على نصيب من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها بعد استيفاء حملة السندات والأسهم الممتازة لحقوقهم. وقد تكون هذه التوزيعات في صورة نقدية، أو في صورة توزيعات مجانية للأسهم، و تتيح الأسهم العادية حقوقا أخرى لحاملها كالحق في نصيب من أصول الشركة عند تصفية أصولها، والحق في حضور الجمعية العمومية والتصويت على قرارات مجلس الإدارة بنسبة ما يملكه المساهم من أسهم عادية.

II. الاتجاهات الحديثة للأسهم العادية :

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية، ظهرت خلال الثلث الأخير من القرن العشرين عدة أنواع من الأسهم العادية يكمن إبرزها فيما يلي :

أ. الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

من المؤلف أن يتمتع حملة الأسهم العادية بالحق في الحصول على نصيب من الأرباح المحققة في نهاية كل دورة مالية إذا ما قررت إدارة الشركة توزيعها. غير أن الشركة " جنرال موتورز " قد أصدرت في الثمانينات مجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية، فإلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم العادية أطلق عليها " صنف E " وقد ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملتها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الالكترونية في الشركة، ومجموعة أخرى أطلق عليها " صنف H " وقد ربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج قطع غيار الطائرات.

ب. الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة :

الأصل في التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية أنها لا تعتبر جزءا من الأعباء التي تخضع قبل فرض الضريبة كما هو الحال بالنسبة للفوائد التي تدفع لحملة السندات ، غير أنه مع بداية ثمانينات القرن العشرين صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تتبع حصة من أسهمها العادية للعاملين بها بخضم التوزيعات المقررة على تلك الأسهم من الإيرادات قبل فرض الضريبة، وهذا في إطار تشجيع مشاركة العاملين بالشركة على ملكيتها. كما نص هذا القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضرائب على 50 % من الفوائد التي تحصل عليها من خلال هذا الصندوق.

ج. الأسهم العادية المضمونة:

وهي نوع من الأسهم العادية وتعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب إصدار السهم ، وإذا لم يصل انخفاض السهم إلى الحد المنصوص عليه أو تجاوز هذا الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المحددة فليس للمستثمر الحق في مطالبة الشركة بأي تعويض. ويمثل الضمان الذي توفره هذه الأسهم بمثابة عامل جذب للمستثمرين المترددين في التعامل في سوق الأوراق المالية إذ تتيح لحاملها المزيد من الأرباح كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم، في حين أن خسائرها عادة ما تكون محدودة.

ولا تقتصر مزايا الأسهم المضمونة على جذب المستثمرين فحسب، بل إنها تحقق أيضا الحماية لبنوك الاستثمار التي تتولى عملية إصدار الأسهم، إذ من شأن هذه الحماية ضمان التصريف الكامل للإصدار بتكلفة منخفضة وبالتالي توفير الموارد المالية التي خططت الشركة المصدرة لتعبئتها.

3. الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية، و إن كانت ملكيته تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي. ولهذا المستند قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تحسب بنسبة قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة إلى العدد الإجمالي للأسهم المصدرة، بمعنى أنه ليس للأسهم الممتازة نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في القوائم المالية للشركة.

وتجدر الإشارة إلى أن السهم الممتاز ليس له عادة تاريخ استحقاق، غير أنه من الممكن أن ينص في العقد على شرط استدعائه في وقت لاحق مقابل أن يحصل حامله على قيمة تفوق القيمة الاسمية لهذه الأسهم. ويمثل هذا الحق ميزة للشركة المصدرة، إذ يمكنها الاستفادة من أسعار الفائدة في السوق وذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة المصدرة وإحلالها بسندات أو بأسهم ممتازة ذات معدل فائدة/عائد منخفض.

وتجمع الأسهم الممتازة بين سمات الأسهم العادية والسندات، إذ تتفق مع الأسهم العادية من حيث أنها تمثل مستند ملكية ليس له تاريخ استحقاق محدد، وأن مسؤولية حملة هذه الأسهم محدودة بمقدار مساهمته في رأس المال، كما لا يحق لحملة هذه الأسهم الممتازة المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات. ومن ناحية أخرى تشبه الأسهم الممتازة السندات في أن لحامل السهم الممتاز الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، ومن ثم فتحقيق الشركة لأرباح مرتفعة أو متواضعة لن يؤثر في التوزيع الخاص بهذه الأسهم، أما إذا لم تحقق الشركة أرباحا في سنة معينة أو حققت أرباحا فإنه لا يحق للشركة إجراء توزيعات على حملة الأسهم العادية في أية سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على توزيعات، وفي حالة تصفية

الشركة، فإن حملة الأسهم الممتازة سيحصلون على قيمة أسهمهم من صافي التصفية قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات مباشرة.

وتحقق الأسهم الممتازة للشركة المصدرة جملة من المزايا أهمها عدم إلزام الشركة قانونياً بإجراء توزيعات كل سنة تحقق فيها الشركة أرباحاً، علاوة على محدودية التوزيعات بمقدار محدد، كما لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات النادرة التي تستدعي التدخل. غير أن ما يعاب على هذه الأسهم ارتفاع تكلفتها مقارنة بتكلفة التمويل بالاقتراض، حيث أن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد لا تخصم قبل فرض الضريبة ما يعني حرمان الشركة من الوفرة الضريبية. أما السبب الثاني لارتفاع تكلفة هذه الأسهم فيتمثل في مطالبة حملة هذه الأسهم بعائد مرتفع كتعويض عن المخاطر العالية التي يتعرض لها المساهمون مقارنة بحملة السندات.

4. آليات التأثير على أسعار الأسهم:

هناك بعض الآليات التي تستخدمها الشركات في التأثير على أسعار أسهمها سواء باتجاه رفع سعرها أو تخفيضها ضمن ضوابط معينة، ومن أهم هذه الآليات سياسة إعادة شراء الشركة لأسهمها، سياسة التوزيعات المجانية للأسهم وسياسة اشتقاق الأسهم، وفيما يلي توضيح لفحوى هذه الآليات:

أ. إعادة شراء الأسهم:

عندما تزيد الموارد المالية المتاحة للشركة عن احتياجاتها الاستثمارية قد يكون من الملائم توزيع الفائض على المساهمين، وقد يكون هذا التوزيع في صورة نقدية أو في صورة إعادة شراء الشركة لأسهمها، ويترتب عن هذا الإجراء انخفاض عدد الأسهم القائمة وبالتالي ارتفاع قيمتها السوقية. ويمكن إيضاح هذه الفكرة بالمثل التالي:

اختبار التصحيح الذاتي حول إعادة شراء الأسهم: بافتراض أن شركة ما حققت أرباحاً قدرها

2.25 مليون دولار وأن عدد الأسهم القائمة لهذه الشركة هو 900 ألف سهم تتداول بسعر 70 دولاراً للسهم الواحد. فإذا كانت هذه الشركة ترغب في إجراء توزيعات قدرها 1.8 مليون دولار فإنه يمكن توضيح أثر هذا الإجراء على قيمة أسهم هذه الشركة وربحيتها على النحو الآتي :

إذا كان سعر السهم المعطى هو 70 دولاراً فإن نصيب السهم من الأرباح هو \$2، أي (900000÷1800000). وبأخذ بعين الاعتبار نصيب السهم من الأرباح، فإن قيمة السهم الواحد ستصبح \$72 (2+70)، أما عدد الأسهم التي يكون بمقدور الشركة شراؤها بالسعر الجديد فهي 25000 سهماً، أي (72÷1800000)، و بالتالي سيصبح عدد الأسهم بعد الشراء 875000 سهماً (25000-900000). فإذا كانت ربحية السهم الواحد قبل إعادة الشراء \$2.5 (900000÷225000)، فستصبح بعد الشراء \$2.57 (225000÷875000) للسهم الواحد، أي:

يستنتج مما سبق أن ربحية السهم قد ارتفعت اثر قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها، وتتمثل فائدة المساهمين من سياسة التوزيع المتبعة في أن إقدام الشركة على سحب عدد من الأسهم من التداول قد يعطي انطباعاً بوجود معلومات ايجابية يتوقع أن تؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم بعد قرار التوزيع عما كانت عليه من قبل، أي بأن تصبح القيمة السوقية كما في هذا المثال أعلى من \$72. وجدير بالذكر أن هناك سلطات رقابية تابعة للبورصة تفرض قيوداً على عملية شراء الشركات لأسهمها وذلك من أجل حماية حقوق الدائنين وبعض حملة الأسهم، كأن تشترط على سياسة إعادة شراء الشركة لأسهمها الموافقة المسبقة من السلطات الرقابية للبورصة، إلى جانب ضرورة أن تكون مخصصات إعادة الشراء ممولة من الأرباح المحققة لا يكون مصدرها الأموال المقترضة، كما يتم غالباً تحديد نسبة من الأسهم لإعادة شرائها كأن تكون مثلاً 10% من مجموع الأسهم القائمة.

ب. سياسة توزيع الأسهم المجانية:

يقصد بتوزيع الأسهم إعطاء المستثمر عدداً من الأسهم بدلاً من منح توزيعات نقدية، وعادة ما يشار إلى تلك الأسهم بالأسهم المجانية. ويتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم وحسب ما تقرره الشركة، ومن ميزات هذا النوع من التوزيعات عدم لجوء الشركة إلى دفع عوائد نقدية للمساهمين، ونتيجة لتزايد عدد الأسهم فلن يعمل ذلك على تخفيض نسبة القروض إلى قيمة حقوق المساهمين في الشركة، ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة انخفاض القيمة السوقية للسهم، ولذلك تلجأ الشركات عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة يخشى معها

تتناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها، كما يؤدي هذا الإجراء أيضا إلى انخفاض ربحية السهم الواحد بالتبعية.

اختبار التصحيح الذاتي توزيع الأسهم المجانية: فمثلا، لو كان سعر سهم الشركة X في تاريخ محدد \$30 و كان لدى المساهم في هذه الشركة 200 سهم فان ثروة هذا المساهم ستبلغ نحو \$6000 (30 x 200) ولو قررت هذه الشركة توزيع ما نسبته 10 % كأسهم مجانية، فعندئذ سيكون نصيب المساهم 20 سهما (200 X 10%) بقيمة \$27.3 للسهم الواحد (6000 ÷ 220 سهما) ويلاحظ على ما سبق أن القيمة السوقية للسهم قد انخفضت من \$30 للسهم الواحد إلى نحو \$27.3 و يمثل الفرق بين القيمتين أثر سياسة توزيع الأسهم المجانية (\$2.7)

ج. اشتقاق الأسهم:

قد تلجأ الشركة إلى تخفيض القيمة الاسمية للسهم مما يضاعف عدد الأسهم المكونة لرأس المال هذه الشركة، وهذا ما يطلق عليه بعملية اشتقاق أو تقسيم الأسهم ، وتختلف هذه السياسة عن عملية إعادة شراء الأسهم في كونها تهدف في نهاية المطاف إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم بما يسمح بزيادة الطلب عليه على نحو يترك أثرا ايجابيا على سيولته ، وإلى جانب ذلك فقد يفسر المتعاملون في السوق قرار الشركة بتجزئة أسهمها على أنه إشارة مالية إلى مستقبل واعد للشركة يتوقع أن ترتفع معه القيمة السوقية للسهم، ومن ثم فقد وجب التقسيم كوسيلة للحد من تأثير ذلك على السعر السوقي للسهم.

II. أدوات المديونية:

تمثل أدوات المديونية إحدى الطرق التي تسلكها الشركات والحكومات للحصول على رؤوس الأموال طويلة الأجل عندما لا تكفي الأموال الخاصة للمساهمين، وبخاصة منها المتعلقة بتمويل خطط التوسع وتتميز أدوات المديونية المتداولة في سوق رأس المال بثبات العائد المترتب عنها وتدني درجة مخاطرها، ومن أهم أدوات المديونية السندات.

1. السندات:

يمثل السند مستند مديونية تصدره الشركة أو أية هيئة أخرى، وهو بمثابة اتفاق أو عقد بين المستثمر أو المدخر (المقرض) والشركة (المقترض)، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الأول مبلغا محددًا للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه في تواريخ استحقاق محددة سلفًا.

ويعطي السند لحامله الحق في استرجاع القيمة الاسمية للسند (أصل القرض) في تاريخ لاحق، وحق الأولوية في الحصول على فائدة دورية تتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند تدفع مهما كانت نتيجة الدورة المالية للشركة على عكس الأسهم التي ترتبط عوائدها بنتائج الشركة وسياسة مجلس الإدارة فيما يتعلق بالتوزيعات، كما يتيح السند لحامله حق الأولوية في استيفاء حقوقه إذا ما تمت تصفية أصول الشركة. وعلى عكس حملة الأسهم لا يعد حامل السند شريكا في الشركة المصدرة لهذا السند وتبعًا لذلك لا يحق له التدخل في إدارتها أو حضور جمعيتها العمومية.

ويتميز التمويل بواسطة السندات مقارنة بالقرض التقليدي بمرونة التسجيل العالية لحاملها، فضلا عن إمكانية تحقيقه للمكاسب الرأسمالية خلال عملية التداول، وللسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تتساوى مع قيمته الاسمية وتتحدد القيمة السوقية للسند على ضوء درجة المخاطر التي يتعرض لها حامله والتي تتوقف بدورها على المركز المالي للشركة، والظروف الاقتصادية السائدة وخاصة مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق.

2. السندات الحكومية:

تمثل السندات الحكومية أداة دين طويلة الأجل شأنها في ذلك شأن السندات التي تصدرها شركات أعمال، وتهدف الحكومة من وراء إصدار السندات تمويل احتياجاتها الجارية والاستثمارية ذات المنافع الاجتماعية أو لمواجهة عجز الموازنة العامة أو كسياسة لاستهداف التضخم وامتصاص السيولة الفائضة في الاقتصاد. وفضلا عن ذلك، تمنح السندات الحكومية لحاملها الحق في استعادة أصل القرض مع الفائدة المنفق عليها وتعتبر السندات الحكومية أكثر ضمانا وأقل مخاطرة من تلك التي تصدرها شركات الأعمال، إذ غالبا ما يكون البنك المركزي أو وزارة المالية هي جهة الإصدار للسندات الحكومية ويمكن أن تتولى الحكومات المحلية أو حكومات الأقاليم (الحكومات الفدرالية)

بإصدارها كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية، وحسب ما يدل عليها اسمها لا يمكن للشركات الخاصة إصدار مثل هذه السندات، إلا أنه بإمكان المستثمرين تداولها في سوق الأوراق المالية وللسندات الحكومية أشغال عديدة أهمها :

أ. السندات الإذارية:

وهي صكوك اسمية تصدرها الخزنة العامة أو وزارة المالية ولا يمكن تداولها ، وتتمثل الفوائد المدفوعة على هذه السندات في قيمة الفرق بين سعر الشراء وبين القيمة الاسمية التي يحصل عليها المستثمر عند استرداد القيمة الاسمية للسند، ومن الطبيعي أن تتخفف هذه الفوائد كلما رغب المستثمر استعادة أمواله قبل تاريخ الاستحقاق.

ب. سندات الخزنة:

وتتمثل هي الأخرى أداة استثمار متوسطة وطويلة الأجل قابلة للتداول، ولحاملا حق التصرف بها دون انتظار موعد استحقاقها وبالمقابل تستطيع الهيئة التي أصدرتها استدعائها بالقيم والتواريخ المحددة سلفا، وعادة ما تنشر في إعلانات الصحف اليومية لترويجها إذ يتم استبدال السندات المتداولة بأخرى تتميز بسعر فائدة أقل من الأولى متى كانت أسعار الفائدة السائدة أقل من تلك التي تدفعها وزارة الخزنة على سنداتها.

3. الاتجاهات الحديثة للسندات:

ظهرت في السنوات الأخيرة أشكال جديدة من السندات لها مميزات تختلف عن سيمات السندات التقليدية فهناك السندات التي لا تحمل كوبونا، والسندات ذات معدل فائدة متحرك، وسندات ذات الدخل والسندات الرديئة. وفيما يلي تفصيل لهذه الأنواع :

أ. السندات بدون لويون (السندات الصفرية):

وهي سندات تباع بخصم على قيمتها الاسمية ويمكن للمستثمر بيعها في السوق بالسعر السائد إذا ما رغب في التخلص منها دونما انتظار تاريخ استحقاقها ، ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشرائها والقيمة الاسمية مقدار الفائدة التي يجنيها المستثمر .

ب. سندات بمعدلات فائدة متحركة:

يهدف هذا النوع من السندات إلى الحفاظ على مصالح كل الشركات المصدرة وجمهور المستثمرين من مخاطر تغيير بعض المؤشرات الاقتصادية كمعدل التضخم ، ويعود ظهور هذا النوع من السندات إلى موجة التضخم التي سادت الاقتصاديات الرأسمالية خلال عقد الثمانينيات؛ وعن طريق معدلات الفائدة المتغيرة التي توفرها هذه السندات يستطيع المستثمر التغطية ضد مخاطر تآكل القيمة الاسمية لاستثماراته من جراء تغيير المستوى العام للأسعار ، وغالبا ما يحدد لهذه السندات معدل فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر على أن يعاد النظر فيه بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

ج. السندات الرديئة (منخفضة الجودة):

وقد استحدث هذا النوع من السندات في الثمانينيات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال الشركة المسيرة، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جزء كبير من أسهمها المتداولة في السوق وينجم عن ذلك زيادة نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بصورة تجعل الاستثمار في تلك المستندات محفوف بالمخاطر، الأمر الذي يجعل معدل اللبؤون الذي تحمله مرتفعا لتعويض المستثمر عن تلك المخاطرة.

د. السندات القابلة للتحويل:

ويقصد بها السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية لنفس الشركة، وبذلك يصبح حاملها من مالكي الشركة ، أي من بين مساهميها العاديين له نفس حقوقهم وعليه نفس واجباتهم وتتم عملية التحويل وفق شروط محددة وخلال فترة زمنية منصوص عليها في عقد الإصدار وغالبا ما تتم عملية التحويل من خلال آلية تحفيز معينة، وتتخلص هذه الآلية في أن قيمة التحويل يجب أن تكون أعلى من سعر الاستدعاء، ويقصد بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم العادي مضروبة في معدل التحويل أي مضروبة في عدد الأسهم العادية الجاري التحول إليها، مقابل كل سند قابل للتحويل.

اختبار التصحيح الذاتي للسندات القابلة للتحويل: فبافتراض أن القيمة الاسمية للسند الواحد \$1000

و أنه يمكن تحويله إلى أسهم عادية بمعدل خمسة أسهم لكل سند (5 أسهم/سند) وفقا لهذه المعطيات يمكن حساب سعر التحويل على النحو التالي :

سعر التحويل = قيمة السند ÷ عدد الأسهم $\Leftrightarrow 1000 \div 5 = 200$ \$ فإذا كانت القيمة السوقية للسهم العادي الجاري التحويل إليه تساوي 210 \$، فيمكن عندئذ حساب قيمة التحويل على النحو الآتي :

قيمة التحويل = قيمة السهم العادي x معدل التحويل = $210 \times 5 = 2010$ \$. وهو ما يحفز على التحويل طالما أن قيمة التحويل للسند أعلى من قيمته الاسمية، أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم العادي في حدود 190 \$ فعندها تصبح قيمة التحويل 950 \$، (5×190) وهو الأمر الذي يحفز حامل السند القابل للتحويل على إتمام العملية طالما أن قيمة التحويل أقل من القيمة السوقية للسند القابل للتحويل.

هـ. السندات المغطاة:

تعتبر السندات المغطاة إحدى الأدوات المالية الجديدة التي انتشرت في الأسواق المالية الأوروبية خلال عقد التسعينيات كأداة لتخفيض المخاطرة، وتتولى مؤسسات ائتمانية متخصصة إصدارها بقيمتها الاسمية على الأقل كما تضمن وفاء الدين من خلال حق رجوع حامل السند عليها، وعادة ما تكون تلك السندات مضمونة من خلال الرهونات العقارية أو قروض القطاع العام أو أي أصول عقارية أخرى موثقة، ويخضع إصدار السندات المغطاة لإشراف القانون المحلي للدولة الذي يقوم بتحديد الأصول الصالحة باستخدامها كضمانات لهذه السندات ، وتحت ذب السندات المغطاة العديد من المستثمرين مثل شركات التأمين وصناديق الاستثمار وصناديق المعاشات سيما الباحثين منهم عن أنواع الاستثمار منخفض المخاطر والمتسم بجودة الأصول والعوائد.

III. المشتقات المالية (الإبداعات المالية):

تعتبر المشتقات المالية إحدى أدوات التعامل الحديثة التي أسفرت عنها الصناعة المالية في السبعينيات من القرن العشرين على نحو لم يسبق له مثيل، حيث أدى الميل نحو تعظيم القيمة المضافة والاستجابة السريعة لتأثيرات التقدم التكنولوجي والتغيرات الاقتصادية التي صاحبت المؤشرات المالية (كمعدلات الفائدة، أسعار الصرف ومؤشرات البورصة) دور بارز في ظهور هذه الإبداعات. ومن العوامل الهامة التي ساهمت في نجاح أسواق عقود المشتقات ورواجها قدرتها على تحسين كفاءة

السوق بتخفيض تكلفة المعاملات، فضلا عن إتاحة الفرصة للمضاربين والمستثمرين للتغطية ضد المخاطر وتحقيق العوائد الرأسمالية.

وتمثل المشتقات المالية عقودا يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بمقتضاها تكلفة محدودة، وتتوقف مكاسب أو خسائر أطراف التعامل على القيمة السوقية للأصل المالي محل التعاقد وتتنوع الأصول محل التعاقد ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية ومؤشرات البورصة. ومن أبرز صور المشتقات العقود الآجلة، العقود المستقبلية، والخيارات وعقود المبادلة وفيما يلي عرض مفصل لهذه العقود.

1. العقود الآجلة:

تعتبر العقود الآجلة من أقدم صور العقود المستقبلية، وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني في وقت لاحق وبسعر يحدد مسبقا، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية وشركة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين وبكمية محددة في موعد لاحق، ومن أمثلتها عقود الاستيراد والتصدير.

وعمليا، إذا كان سعر الأصل (سعر التنفيذ) المتفق عليه بين طرفي العقد أقل من السعر السائد في تاريخ التسليم فإن المشتري سيحقق مكاسب مساوية لقيمة الفرق بين السعر الجاري (السائد) في تاريخ التسليم وسعر التنفيذ، أما إذا كان هذا الأخير أعلى من السعر السائد للأصل عند استحقاق العقد فعندئذ سيحقق البائع أرباحا على حساب المشتري.

ولتوضيح الفوائد المترتبة عن العقود الآجلة، يمكن افتراض أن مستثمرا ما أبرم عقدا آجلا في تاريخ ما لشراء مليون جنيه إسترليني بعد 90 يوما بسعر صرف قدره \$1.6065 للجنيه الواحد. وبمقتضى هذا العقد سيلتزم المستثمر بشراء مليون جنيه مقابل تسديده لنحو \$1605600 فإذا ارتفع مثلا سعر صرف الجنيه مقابل الدولار إلى نحو \$1.6500 للجنيه الواحد عند تاريخ الاستحقاق فسيحقق المستثمر أو المشتري ربحا قدره \$44400، أي: $(1.6500 - 1.6065) \times 1000000 = 44400$

وذلك لأن الجنيهات الإسترلينية يمكن أن تباع بنحو \$1650000 فور شرائها وبالمثل، إذا انخفض سعر صرف الجنيه إلى نحو \$1.55 عند تاريخ الاستحقاق فإن المستثمر سينكبد خسائر قدرها \$55600 لأن العقد الآجل سيلزم المستثمر بدفع مبلغ يزيد عن السعر السوقي للجنيه بمقدار \$55600.

2. العقود المستقبلية:

تتشابه العقود المستقبلية والعقود الآجلة بدرجة كبيرة وقد أدى تطور التعامل بالعقود الآجلة وتوسعها إلى إيجاد تقنيات التعامل بالعقود المستقبلية، وتعرف هذه العقود على أنها اتفاق نمطي ينطوي على التسليم المؤجل لأداة مالية أو سلعة معينة في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقاً، ولكن مع ذلك تختلف العقود المستقبلية عن العقود الآجلة في عدة أوجه إذ غالباً ما تتسم العقود المستقبلية بمخاطر التسييل المتدنية نظراً لإمكانية تداولها في البورصة وتميزها بالشمولية والمعيارية ؛ فضلاً عن ذلك تتميز العقود المستقبلية بانخفاض مخاطر عدم الوفاء أو العجز عن سداد الالتزامات مقارنة بالعقود الآجلة، ويرجع ذلك إلى أن إبرام العقود المستقبلية يستدعي من طرفي العقد إيداع ضمان أو هامش مبدئي لدى بيت السمسرة كضمان لتنفيذ العقد عند تاريخ التسليم، ويزداد هذا الضمان تأكيداً بوجود غرف للمقاصة أو غرف التسوية اليومية.

ويتم تعديل الهامش المبدئي تبعاً لتغير أسعار الإقفال اليومية للأصل محل العقد، ففي نهاية كل يوم تعامل يتحدد سعر التسوية لكل عقد مستقبلي ووفقاً لذلك، تتم تسوية المركز المالي للأطراف المتعاقدة طالما أن بيت السمسرة مسؤول عن دفع تكاليف تنفيذ العقد في حالة تعثر أحد زبائنه باستخدام الهوامش المبدئية المسددة سلفاً، وتتيح هذه الآلية لبيت السمسرة إمكانية تخفيض مخاطر عدم السداد في حالة تعثر أحد متعامليه. وإجمالاً، يمكن حصر أهم أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية في الجدول الآتي:

3. عقود الاختيار:

تمثل عقود الاختيار إحدى الأدوات الاستثمارية الحديثة التي تعطي للمستثمرين والمضاربين فرصة للحماية من مخاطر تغير أسعار الأصول وتحقيق الأرباح الرأس مالية، ويعد الاختلاف في توقعات طرفي عقود الاختيار الدافع وراء إبرام هذه العقود بيعاً وشراءً، ويقصد بعقود الاختيار اتفاقاً بين طرفين يكون فيه لأحدهما الحق دون الإلزام في تنفيذ شراء أو بيع أصل محدد (أوراق مالية، عملات، سلع، مؤشرات البورصة...) لطرف ثانٍ في تاريخ مستقبلي وبسعر يحدد زمن الاتفاق مقابل مبلغ معين (عمولة) غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني على سبيل التعويض أو المكافأة.

ويأخذ موعد تنفيذ العقد المبرم شكلين رئيسيين هما عقد الاختيار الأوروبي والذي يلزم بممارسة حق الاختيار في التاريخ المحدد لانتهائه حسب نص الاتفاق، أما الشكل الآخر وهو عقد الاختيار الأمريكي والذي يعطي الحق في تنفيذ العقد في أي وقت خلال الفترة التي تمتد من وقت إبرام الاتفاق إلى غاية التاريخ المحدد لانتهاء صلاحيته. ويسمى السعر المتفق عليه للتنفيذ بسعر التعاقد أو سعر التنفيذ وغالبا ما يساوي القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ إبرام الاتفاق، وهو بذلك يختلف عن سعر السوق الذي يمثل السعر الذي تباع به الورقة لحظة تنفيذ الاتفاق. وتنقسم عقود الاختيار إلى نوعين أساسيين هما حق اختيار البيع وحق اختيار الشراء.

أ. حق اختيار البيع:

يتيح هذا الحق فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض قيمتها السوقية، وللمستثمر القدرة على إلزام الطرف الثاني في العقد (محرر الحق) بتنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأصل (محل الاتفاق) خلال فترة العقد عن سعر التنفيذ، حيث يضمن المستثمر أو مشتري حق البيع الحق في بيع الأصل لمحرر العقد بسعر التنفيذ بغض النظر عن مقدار الانخفاض في سعر الأصل، وذلك مقابل مكافأة يدفعها مشتري حق الاختيار لمحرر الحق كثمن لممارسة حق تنفيذ العقد من عدمه، وهي عمولة غير قابلة للرد وتمثل تعويضا لمحرر الحق عن مقدار المخاطر والخسائر التي قد يتعرض لها إذا ما انخفضت أسعار الأصل عن سعر التنفيذ مستقبلا.

ويلاحظ أن مشتري حق اختيار البيع يتوقع أن تنخفض أسعار الأصل في المستقبل بينما يتوقع محرر اختيار البيع أن أسعار الأصل سوف ترتفع في المستقبل، ويحقق مشتري حق اختيار البيع في حالة ثبوت توقعاته أرباحا غير محدودة عند الانخفاض المتواصل في سعر الأصل في حين يتكبد خسارة محدودة ممثلة في علاوة شراء الحق وذلك عند ارتفاع أسعار الأصل على عكس محرر العقد.

ب. حق اختيار الشراء:

يتيح حق اختيار الشراء فرصة للمستثمر لحماية استثماراته ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية لأصل يرغب المستثمر في شرائه مستقبلا، حيث يمنح هذا الحق للمستثمر إلزام الطرف الثاني في العقد (محرر حق اختيار الشراء) بتنفيذ الاتفاق إذا ما ارتفعت أسعار الأصل خلال فترة التعاقد عن السعر المتفق عليه (سعر التنفيذ). ويضمن المستثمر في هذه الحالة حصوله على الأصل محل الاتفاق بسعر التنفيذ من محرر اختيار الشراء بغض النظر عن مقدار الارتفاع في سعر الأصل عن

سعر التنفيذ، ويحصل محرر حق اختيار الشراء مقابل ذلك على مكافأة من المستثمر نظير تحمله المخاطر والخسائر إذا ما ارتفعت أسعار الأصل محل العقد.

ويلاحظ كما في حالة حق اختيار البيع أن توقعات كل من مشتري الحق ومحرر حق اختيار الشراء تكون متباينة، فبينما يتوقع مشتري الحق ارتفاع أسعار الأصل في المستقبل فإن محرر حق اختيار الشراء يتوقع عكس ذلك وعمليا، فإن مالك خيار الشراء يستطيع تحقيق مكاسب غير محدودة في حالة الارتفاع المستمر للسعر في حين ستكون خسارته القصوى محددة بالعلوة المدفوعة لشراء الحق من محرره في حالة عدم التنفيذ؛ وعلى النقيض من ذلك، فإن محرر حق الشراء ستكون خسارته غير محدودة عند ارتفاع السعر، في حين أن مكاسبه ستكون محدودة بمقدار العلوة المدفوعة له عند انخفاض الأسعار.

وتجدر الإشارة إلى أن تنفيذ عقود الاختيار لا تعني بالضرورة تسليم واستلام الأصل موضوع التعاقد، إذ قد يتحقق التنفيذ من خلال حساب الفروق المالية الناجمة عن التنفيذ دون الحاجة إلى التسليم والاستلام الفعلي للحقوق.

4. عقود المبادلة:

تمثل عقود المبادلة إحدى أدوات التغطية ضد المخاطر، وتعرف هذه العقود بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسويتها على فترات دورية؛ وعلى عكس عقود الاختيار، فإن عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد كما أن الأرباح والخسائر لا تتم تسويتها يوميا. وتعتبر عقود مبادلة معدلات الفائدة الثابتة بمعدلات الفائدة المتغيرة أبرز أنواع هذه العقود. وبمقتضى هذا النوع من العقود يوافق أحد الأطراف في العقد على دفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة بينما يقوم الطرف الآخر للعقد بدفع سلسلة من معدلات الفائدة المتغيرة، وغالبا ما تحدد هذه الأخيرة على أساس سعر مساو للسعر الذي يمثل معدل الفائدة بين البنوك في لندن، وتحدد التغيرات الحاصلة في هذا المعدل مركز الخسارة أو الربح لطرفي عقد مبادلة معدلات الفائدة.

وتجدر الإشارة إلى أن الأصل الرأسمالي محل التعامل بين طرفي العقد غالبا ما يخصص فقط لحساب معدل الفائدة، ولا تجري مبادلته فعليا لذلك يدعى بالأصل الوهمي حيث أن المبادلة الفعلية تتم على مبادلة الفوائد دون رأس المال، ويمكن إعطاء المثال التالي لتوضيح آلية عمل عقود مبادلة معدلات الفائدة.

مثال عن عقود المبادلة: بافتراض أن أحد البنوك التجارية وليكن البنك A سوق شهادات إيداع مدتها خمس سنوات بمبلغ إجمالي قدره 500 مليون دولار وبمعدل فائدة ثابت قدره 9%، وباعتبار أن هذا البنك يعمل في نشاط إقراضي قصير الأجل وبمعدلات فائدة متغيرة فإن إيراداته ستتناقص بانخفاض معدل الفائدة على قروضه الممنوحة للمستثمرين، بينما ستبقى التزاماته تجاه المودعين ثابتة، أي 45 مليون دولار (9% x 500 مليون دولار). وبالمقابل فإن البنك B يقوم باستثمار مبلغ قدره 500 مليون دولار في قطاع الإسكان ويدر له معدل عائد ثابت قدره 11%، غير أن البنك يعاني من مخاطر ارتفاع الفائدة على ودائعه قصيرة الأجل وبالنتيجة انخفاض أرباحه، لذلك من مصلحة الحصول على مكافأة تكون بمقدار معدلات الفائدة السائدة في السوق.

وتفاديا لهذه الإشكالية، يمكن للبنكين A و B إبرام عقد لمبادلة معدلات الفائدة طالما أن البنك A يرغب في مبادلة معدل فائدة متغير على استثماراته قصيرة الأجل بمعدل فائدة ثابت لا يقل عن 9%، بينما يرغب البنك B في مبادلة معدل فائدة ثابت بمعدل فائدة متغير يزيد عن معدل الفائدة الذي يدفعه على ودائعه، وبالنتيجة وافق البنك A على استلام فائدة بمعدل 10% على مبلغ 500 مليون دولار تدفع له شهريا على أن يتحصل البنك B من البنك A على معدل فائدة متغير على أساس معدل سعر مساو لسعر LIBOR.

فبافتراض أنه بعد مرور شهر على إبرام العقد بين الطرفين بلغ معدل الفائدة المتغير على أساس LIBOR 10.5%، وتبعاً لذلك ستكون قيمة المدفوعات التي سيؤديها البنك A للبنك B هي 108325 دولار وقد تم حساب هذه القيمة بالمعادلة الآتية:

$$\text{المدفوعات} = (\text{معدل الفائدة المتغير} - \text{معدل الفائدة الثابت}) \times (\text{عدد الأيام} \div 360) \times \text{قيمة العقد}$$

$$= 108325 = 500000000 \times (360 \div 30) \times (0.10 - 0.105)$$

أما إذا انخفض معدل الفائدة وأصبح في حدود 9.5% على أساس عندها سيصبح البنك B ملزماً بدفع ما مقداره \$208333.33 للبنك A، أي:

$$\text{المدفوعات} = 500000000 \times (360 \div 30) \times (0.10 - 0.095) = \$208333.33$$

5. صكوك الشراء اللاحقة للأسهم:

وهي عبارة عن حقوق اختيار طويلة الأجل تتيح لحاملها الحق في شراء عدد محدد من أسهم الشركة في تاريخ لاحق وبسعر متفق عليه مسبقاً بصرف النظر عن السعر السوقي السائد وقت

التنفيذ، وعادة ما توزع صكوك شراء الأسهم مع السندات لتحفيز المدخرين على الاستثمار في الأسهم العادية والاستثمار في سندات الشركة ذات معدلات كوبون منخفضة نسبيا.

وتستخدم أيضا صكوك الشراء اللاحقة من طرف الشركات الصغيرة التي تتميز بمعدلات نمو متزايدة، حيث تتيح هذه الصكوك فرصة لهذه الشركات لبيع سنداتها أو أسهمها الممتازة ؛ ومثل هذه الشركات ينظر إليها على أنها تتصف بدرجة مخاطرة مرتفعة ولا يمكن بيع سنداتها إلا في حالة ارتفاع معدلات الفائدة على سنداتها بشكل محسوس، ولتحقيق ذلك تقوم مثل هذه الشركات بطرح صكوك شراء لأسهمها مصاحبة لتلك السندات مما يمنح حامل السند فرصة المشاركة في نمو ربحية الشركة ما يعني تحفيز المستثمر على قبول معدلات الفائدة المنخفضة على هذه السندات.

وكخلاصة لهذا المحور، تتميز سوق الأوراق المالية بتنوع المنتجات المالية المتداولة فيها، إذ يمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية وهي الأسهم بنوعها العادية والممتازة، وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات التي تصدرها كل من الشركات المساهمة والحكومات وهيئاتها المختلفة بهدف الحصول على التمويل طويل الأجل، إما لتغطية العجز في ميزانيتها أو لغرض امتصاص جزء من الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد خلال فترات التضخم ؛ وينظر المستثمر إلى السندات الحكومية على أنها أكثر ضمانا وأمانا، إذ عادة ما يتمتع عائدتها بالإعفاء الضريبي وهو ما يندرج تحقيقه للأوراق المالية الأخرى، يضاف إلى ذلك تضائل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله. وعلى الرغم من وجود اختلافات بين الأسهم والسندات من حيث الضمان وثبات العائد إلا أنهما يمثلان دوما مصدرا من مصادر التمويل طويل الأجل بالنسبة للهيئة المصدرة.

وفضلا عن الأدوات المالية التقليدية، برزت إلى مسرح المعاملات المالية مع مطلع التسعينيات من القرن العشرين تركيبة من المنتجات المالية عرفت باسم المشتقات المالية، وقد كان بروزها انعكاسا للرغبة في تعظيم العوائد علاوة على تقليل المخاطر الناجمة عن تقلبات أسعار الأصول المالية، وقد تطورت هذه المشتقات تطورا ملحوظا، إذ لم يعد التعامل عليها يقتصر على الأسهم والسندات فحسب، بل امتد ليشمل مؤشرات البورصة، معدلات الفائدة والعملات القابلة للتحويل.