

<p>محاضرة 6 و7</p> <p>أدوات سوق رأس المال الدولية</p>

تنقسم سوق رأس المال الدولية إلى السوق الفورية (الآنية) والسوق الآجلة:

الأدوات المتداولة في السوق الفورية:

يقصد بها الأدوات أو الأوراق المالية الأساسية وهي أدوات الملكية : الأسهم وأدوات المديونية: السندات.

أولاً: أدوات الملكية (Equity Instruments)

تتمثل أدوات الملكية بالأسهم (Stock) التي تصدرها الشركات المساهمة لتمويل احتياجاتها الطويلة الأجل. وتعد الأسهم شهادات ملكية تخول صاحبها الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية والحقيقية، وهي تختلف عن الأدوات المالية الأخرى كونها لا تحمل قيمة اسمية أو مدة استحقاق، فهي تبقى متداولة في الأسواق إلى ما لا نهاية، إلا في حالة قيام الشركة بإعادة شرائها أو عند حل الشركة وتصفيتها. وتنقسم الأسهم إلى نوعين هما:

١- الأسهم العادية (Common Stock)

الاستثمار بالأسهم العادية هو أحد أنواع الاستثمار بالأوراق المالية، وقد تبلورت مفاهيمه الأساسية نتيجة لتطور الأسواق المالية ونضوجها. ويعرف السهم العادي بأنه أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول، يعطي حامله الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته برأس مال الشركة والمثبتة بشهادة السهم^(١). يتضح من التعريف ما يأتي :

أ - إن السهم العادي أداة تمويل رئيسة لرأس مال الشركة.

ب - إن السهم العادي أداة ادخارية واستثمارية في آن واحد، من وجهة نظر المستثمر طبقاً للاستراتيجية المتبعة من قبله، أما بالاحتفاظ به للأجل القصير (المضاربة) أو للأجل الطويل (تعظيم الثروة).

ج - يحصل حامل السهم العادي على عوائد غير محددة، قد تكون سنوية أو نصف سنوية أو ربع سنوية، طبقاً لقرارات إدارة الشركة عند التصفية.

د - يكتسب السهم العادي صفة التداول مما يعطي مرونة كبيرة في تسيله.

هـ - يحصل السهم العادي على حصة من موجودات الشركة عند التصفية لأنه يمثل مشاركة في رأس مال الشركة.

إلى جانب ذلك فإن السهم العادي ليس له تاريخ استحقاق، ولا يتعرض للتقادم فضلاً على كونه غير قابل للتجزئة، ولحامل السهم العادي حق التصويت (**Voting rights**) في اختيار أعضاء مجلس الإدارة^(١)، فضلاً على مشاركة حامله في العديد من الموضوعات المهمة التي تخص الشركة المصدرة له. كذلك يتمتع حمله الأسهم العادية بحق الأفضلية في شراء الأسهم (**Preemptive Right**)، إذ يعطي هذا الحق مساهمي الشركة القدامى الأولوية في شراء الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة^(٢).

ويحصل حملة الأسهم العادية على نصيبهم من التوزيعات (**Dividends**) على شكل نسبة مئوية من قيمة رأس المال تعلن سنوياً في مجلس إدارة الشركة. ويتقاضون الأرباح الموزعة نقداً أو على شكل أسهم وذلك بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة كافة حقوقهم في الربح.

ورغم المزايا التي تحققها الأسهم العادية إلا أنها تعاني من بعض العيوب التي تجعلها غير جذابة لعدد من المستثمرين أهمها: تأخر حق الأولوية عند التصفية على اعتبار ان حملة الأسهم العادية يتقاضون حقوقهم من أصول الشركة وأرباحها بعد استيفاء حقوق كافة الدائنين، فضلاً على تذبذب العائد على هذه الأسهم وعدم ثباته، سواء أكان ذلك العائد جاري أم رأسمالي^(٣).

٢- الأسهم الممتازة (**Preferred stocks**)

تعد الأسهم الممتازة من أدوات الاستثمار والتمويل في آن واحد، فهي أداة استثمارية لأن حاملتها يحصلون على أسبقية في الأرباح، بمقادير ثابتة وقبل حملة الأسهم العادية. ثم انها أداة تمويلية لأنها تعد من أدوات الملكية. ويعرف السهم الممتاز بأنه أداة مالية هجينة (**Hybrid**) تجمع بين صفات أدوات الدين (السندات) وأدوات الملكية (الأسهم العادية). إذ يكتسب السهم الممتاز صفة الهجانة بوصفه يمثل مشاركة برأس

بال شركة كالأسهم العادية، فضلاً على كونه يحصل على عائد دوري ثابت كالسندات^(١). ولحامل السهم لممتاز الحق في الحصول على عائد محدد سنوياً، أما بنسبة من القيمة الاسمية أو ك مبلغ محدد بجانب لمبلغ المثبت بشهادة السهم. وعلى الرغم من أن السهم الممتاز يعد شكلاً من أشكال الملكية من الناحية لقانونية والضريبية إلا أنه يختلف عن السهم العادي في عدة جوانب أهمها^(٢):

- يعطى للسهم الممتاز الأولوية في السداد عند التصفية.
- ب - يحصل صاحب السهم الممتاز على حصته من الأرباح (إذا تحققت) قبل السهم العادي.
- ج - تعد الأسهم الممتازة أقل خطورة من الأسهم العادية بالنسبة إلى المستثمر.
- تتغير أسعار الأسهم العادية بصورة مستمرة تقريباً، إذا ما قورنت بالثبات شبه النسبي لأسعار الأسهم الممتازة.
- د - تعد الأسهم الممتازة أقل شيوعاً من الأسهم العادية.
- لا تشارك الأسهم الممتازة بالإدارة على العكس من الأسهم العادية.
- تأخذ الأسهم الممتازة نصيبها من الأرباح إذا تحققت كنسبة ثابتة بينما تتغير أرباح الأسهم العادية حسب أرباح الشركة.

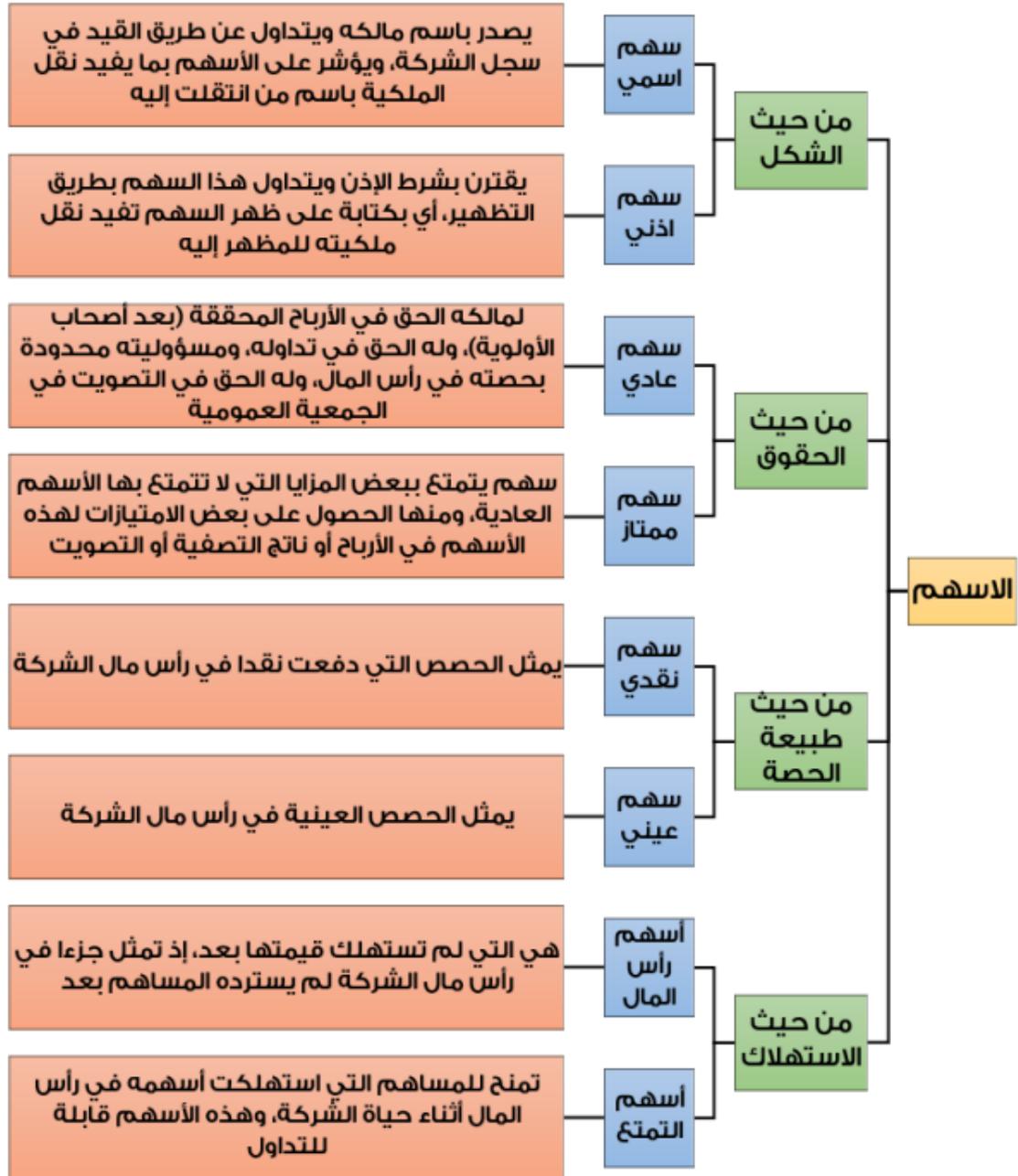
ثانياً: أدوات المديونية (Debt Instruments)

تعد أدوات المديونية مصدراً من مصادر التمويل المتاحة، تلجأ إليها الشركات والحكومات لسد احتياجاتها المالية الكبيرة التي لا يمكن تمويلها من جهة واحدة. إذ يجرأ المبلغ المطلوب إلى فئات يتم تسنيدها وتسويقها إلى الجمهور. وتعد السندات، ولاسيما ذات الأجل الطويل، النوع الأكثر شيوعاً لهذه الأدوات. وقد احتلت السندات مركزاً رئيساً في سوق الأوراق المالية منذ عام (١٩٧٣)، وبخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، ونضجت أسواقها في بداية عقد الثمانينات من القرن المنصرم. ويعرف السند بأنه أداة مديونية ذو صفة مالية قابلة للتداول، يعطي الحق لحامله في الحصول على عوائد دورية بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند، هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق^(١). يتضح من التعريف أنف الذكر ما يأتي:

١. السند أداة استثمارية وادخارية في آن واحد.
٢. حامل السند دائن للجهة المصدرة له.
٣. عائد السند عبارة عن فائدة الكوبون المحددة بنسبة مئوية بمدد استحقاق (دورية نصف سنوية أو دورية ربع سنوية).
٤. للسند قيمة اسمية تتمثل بالمبلغ المثبت بشهادة السند.

وإلى جانب خصائص السندات المشتقة من تعريفها فإن للسندات مزايا متعددة تجعلها أحياناً أكثر جاذبية للمستثمرين من الأسهم وهي^(١):

- أ - إن الفوائد المدفوعة على السندات تحسب كنسبة مئوية من قيمة السند.
 - ب - إن للسندات آجال محددة ومع ذلك يمكن إطفائها قبل تاريخ الاستحقاق.
 - ج - على الرغم من أن الشركات قد لا تحقق أرباحاً بشكل دائم مع ذلك يتوجب عليها دفع عوائد السندات.
 - د- تنحصر مخاطر أسعار السندات عموماً في تغير أسعار الفائدة.
- ويمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع وعلى أسس مختلفة، إذ يمكن تقسيمها مثلاً على أساس جهة الإصدار



الأدوات المتداولة في السوق الآجلة (المستقبلية)

يقصد بها الأدوات أو الأوراق المالية المشتقة وهي عقود بين طرفين لتنفيذ عملية في موعد لاحق، ويعتمد أدائها على أصول أو أدوات أخرى، وتستخدم بهدف التحوط من المخاطر فهي أدوات تشتق عوائدها من أوراق مالية أخرى.

ثالثاً: المشتقات (Derivatives)



شهدت أسواق الأوراق المالية الدولية منذ ثمانينات القرن العشرين، ثورة حقيقية أنتجت تغييرات جذرية في وسائل وأدوات انتقال الأموال من الوحدات المالية ذات الفوائض إلى الوحدات الباحثة عن التمويل، وقد تحولت هذه الأسواق بفضل هذه التغييرات إلى خضم تسوده حركة لا تعرف التوقف أو الركود.

وتعد المشتقات (Derivatives) كأدوات مالية، من أهم سمات التطورات الحديثة في الأسواق المالية الدولية (International Financial Markets)، إذ بدأ التعامل بهذه الأدوات مع التقلبات الحادة التي شهدتها كثير من أسواق المال العالمية، فيما يتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، فقد استخدمت هذه الأدوات للتحوط ضد مخاطر التقلبات في تلك الأسعار.

ويمكن تعريف المشتقات (بأنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد، مثل السندات والأسهم والسلع. وتستخدم هذه الأدوات لغرض التحوط من مخاطر التقلب في أسعار تلك الأصول⁽¹⁾). وهناك عدة أنواع من أدوات المشتقات، لعل من أهمها وأكثرها انتشاراً عقود الخيارات (Options) والعقود الآجلة (Forward)، والعقود المستقبلية (Futures) والمبادلات (Swaps). هذا فضلاً على العديد من الأنواع الأخرى مثل المبادلة الاختيارية (Swaption) والقاعدة (Floor) والسقف (Cap) والسقف والقاعدة (Collar)⁽²⁾. وفيما يأتي توضيح مختصر لأهم أدوات المشتقات المالية وأكثرها انتشاراً:

١- الخيارات (Options)

تنامت أسواق الخيارات بشكل خاص بعد عام (١٩٨٣)، وأصبحت تؤلف جزءاً مهماً من عمليات سوق الأوراق المالية في الوقت الحاضر. وترجع بدايات التعامل بالخيارات إلى عام (١٩٧٠) في سوق شيكاغو (C.B.O.C). ويمكن تعريف الخيارات بأنها عقود مالية **Financial Contract** تعطي لمالكها الحق في شراء أو بيع كمية من الأوراق المالية بسعر ثابت ومحدد في أو قبل تاريخ محدد، وله الحق في أن يُنفذ أو لا يُنفذ عملية البيع أو الشراء^(١).

وفي عقود الخيارات يقوم محرر الخيار بمنح مشتري الخيار، الحق في شراء أو بيع أوراق مالية أو أي سلعة أخرى بسعر معين (**Strike Price**) خلال مدة محددة أو في تاريخ محدد، مقابل مبلغ معين يدفعه محرر العقد إلى المشتري يسمى علاوة حق الاختيار (**option Premium**). ويمكن تقسيم الخيارات وفقاً لطبيعة وشروط العقد إلى قسمين هما^(٢):

أ- خيار الشراء (Call Option)

يكون العقد خيار شراء، عندما يعطى للطرف الأول (المشتري) الحق بأن يشتري (إذا رغب) من الطرف الثاني (محرر الخيار) أصلاً معيناً بكمية معينة، وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال مدة زمنية معينة، مقابل حصول الطرف الثاني (بائع الخيار) على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

ب - خيار البيع (Put option)

ويكون العقد خيار بيع، إذا ما أعطي للطرف الأول (المشتري) الحق في أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني (محرر الخيار) أصلاً معيناً بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال مدة زمنية معينة، مقابل حصول المحرر على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

أما من حيث مدة التنفيذ، فيمكن التمييز بين أسلوبين يتم من خلالهما تنفيذ عقد الخيارات^(٣):

أ - الخيار الأمريكي (American Option)

بموجب الأسلوب الأمريكي فإن العقد يعطي مشتري حق الخيار الحق في شراء أو بيع أوراق مالية بالسعر المتفق عليه في أي وقت خلال المدة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لانتهائه.

ب - الخيار الأوربي (European Option)

بموجب هذا الأسلوب فإن العقد يعطي مشتري حق الخيار، الحق في شراء أو بيع أوراق مالية بالسعر المتفق عليه، إلا أن تنفيذ الخيار لا يتم إلا في تاريخ الاستحقاق فقط.

٢- العقود الآجلة (Forward Contracts)

يقصد بالعقود الآجلة (تلك العقود التي تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق)^(١). وتعد العقود الآجلة عقوداً شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها، بما يتفق وظروف كل منهما، ومن ثم فهي لا تتداول في البورصة.

وتحدد العقود الآجلة مواصفات الأصل أو السلعة، كدرجة الجودة أو التصنيف أو الكمية وطريقة التسليم ومكان التسليم والسعر وطريقة السداد، إذ يتم التفاوض مقدماً على كل هذه الشروط بين البائع والمشتري وتستخدم البنوك والشركات العقود الآجلة لتفادي التعرض لمخاطر أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية، كما قد يستخدمها المستثمرون للوقاية من تقلب أسعار الفائدة، ويسمى هذا النوع بالعقود الآجلة لأسعار الفائدة (Forwards Rate Agreement)^(٢). وبإمكان المستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار الفائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقاً وأن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال مدة محددة بالعقد ويضمن هذا النوع من العقود للمستثمرين حماية أنفسهم (خلال مدة محددة) من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة.

٣- العقود المستقبلية (Futures Contracts)

تعود أصول أسواق العقود المستقبلية إلى بدايات القرن التاسع عشر إذ جاء تنظيمها نتيجة للعرض والطلب على المحاصيل الزراعية، وما يترتب على طبيعة هذه السلع من تقلبات حادة في الأسعار^(٣). فالمزارع كان يأتي بمحصوله في السوق الآنية حين كانت تنخفض الأسعار بشكل كبير في مواسم الحصاد، نتيجة لضخامة العرض، وترتفع الأسعار كثيراً في موسم الربيع نظراً لزيادة الطلب على العرض. من هنا تطور السوق الآني إلى سوق آجل حيث كان يتم الاتفاق على السعر في موعد محدد ليصار إلى تسليم السلع المتعاقد عليها في موعد محدد مستقبلاً. وقد تطور هذا السوق ليصبح سوق العقود المستقبلية. وتعرف العقود المستقبلية بأنها اتفاق نمطي بين طرفين لتسليم أو استلام موجودات مالية أو حقيقية معينة بسعر وتاريخ محدد^(٤). بهذا المدلول فإن العقد ينشأ بين طرفين يكون أحدهما مشتري العقد والآخر بائعاً له. أما الأصل الذي يسري التعامل به بموجب هذا العقد فيتراوح^(٥) بين الأصول الحقيقية مثل السلع والمعادن أو العملات بأنواعها أو الأصول المالية كالأسهم والسندات، إلا أن أغلب المستقبلات التي يتم تداولها الآن

4. عقود المبادلات Swaps:

يُقصد بالمبادلات عقد بين طرفين على تبادل أصل نقدي مقابل آخر في تاريخ لاحق بهدف المضاربة والنحوط بنقل المخاطرة. وعادة ما تكون عقود المبادلات على العملات وعلى أسعار الفائدة. ففي مبادلة العملات يقوم الطرف الأول بالحصول على عملة ما من الطرف الثاني، والذي يقوم بدوره بالحصول على عملة أخرى من الطرف الأول. أما في مبادلة أسعار الفائدة فيتم مبادلة سعر فائدة ثابت بسعر فائدة معوم والذي يتحدد بمتوسط الأسعار بين البنوك.

السنة الجامعية: 2022

تخصص: اقتصاد نقدي

أ. بديار أمينة

محاضرات موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر

وينكي