

الدرس الثالث: أدوات الملكية "الأسهم"

من طرف الأستاذ/ ص. شريط

إن الاستثمار بالأسهم، هو أحد أنواع الاستثمار بالأوراق المالية. و تبلورت مفاهيمه الأساسية نتيجة لتطور و نضوج الأسواق المالية. و قد شهدت حركة الاستثمار بالأسهم، تطورا ملحوظا في عدة مجتمعات من خلال إتاحتها فرصة لرؤوس الأموال الخاصة بإنشاء الشركات المساهمة، بجانب مساهمة الدولة في البنية الأساسية للاقتصاد، عبر الشركات المساهمة عامة.

أولا- تعريف الأسهم:

يعرف السهم على أنه نوع من أنواع الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية. و يعتبر صك ملكية يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة، و يضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، و تكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم. و يحصل المساهم على الربح، كما يتحمل الخسارة.

ثانيا- أنواع الأسهم:

هناك عدة أنواع من الأسهم، يمكن تبويبها وفق طريقتين كما يلي:

1- تبويب الأسهم من حيث طريقة التداول:

تنقسم الأسهم من حيث طريقة التداول إلى أسهم اسمية و أسهم لحامله.

أ- أسهم اسمية: يقصد بها الأسهم التي يسجل اسم صاحبها على صك السهم، و عندما تنتقل ملكية هذه الأسهم إلى شخص آخر، ليسجل اسم المالك الجديد في جدول خاص موجود على ظهر السهم. و يسمى بجدول التنازلات، بحيث يصدق عليه اثنان من أعضاء مجلس إدارة الشركة، ثم تسجل هذه العملية في دفاتر الشركة المصدرة.

ب- أسهم لحاملها: و يقصد بها الأسهم التي لا يكتب اسم صاحبها على صك السهم. و تنتقل هذه الأسهم بمجرد تداولها بين الأفراد. و لا يجوز أن تصدر الشركة الأسهم لحاملها، إلا إذا دفعت قيمتها بالكامل عند الاكتتاب، بحيث توفر هذه الأسهم مزايا معينة للمستثمرين أهمها، عدم الإعلان عن اسمه، و سهولة التداول. كما يمكن استخدامها كوسيلة لإخفاء الثروة و التهرب الضريبي. لأنه يمكن استبعادها من إقرار الثروة، أو إقرار الذمة المالية. و بالتالي، يمكن للبعض استثمار أمواله في الأسهم، و في نفس الوقت إخفاء ثروته. و رغم ذلك، فإنها تعاني من عدة عيوب أيضا. ففي حالة سرقة الأسهم مثلا أو فقدانها، لا يستخرج بدل فاقد، لأنها مثل النقود. كما أنه لا يحق لحملة هذا النوع من الأسهم التصويت في الجمعية العمومية و التأثير على قراراتها.

2- تبويب الأسهم من حيث الحقوق المكفولة:

يمكن تبويبها إلى أسهم عادية و أسهم ممتازة.

أ- أسهم عادية: يعرف السهم العادي بأنه أداة ملكية ذو صيغة مالية قابلة للتداول. مما يعطيه مرونة كبيرة في تسويله تصدرها شركات المساهمة، التي تعتبره أداة تمويل رئيسية لرأس مالها، و أداة ادخارية و استثمارية في آن واحد من وجهة نظر المستثمرين طبقا للإستراتيجية المتبعة من قبله.

و السهم العادي هو السهم الذي لا يمنح لحامله أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين. سواء في أرباح الشركة خلال حياتها، أو في أصولها عند تصفيتها. و ما يميز



مقياس الأسواق المالية.

الأستاذ/ شريط.ص

هذا النوع من الأسهم، أن ليس له تاريخ استحقاق، و لا يتعرض للتقادم. إذ بقاءه مشروط بقدرة الشركة على المنافسة في السوق. و بالتالي فإن حامل هذا السهم، يعطيه الحق في: الحصول على حصة صافي أصول الشركة عند التصفية، و بعد استيفاء كافة الشروط الأخرى.

حق الحصول على حصة من أرباح الشركة، و لكن بعد استيفاء أصحاب الحقوق الأخرى بنصيبهم.

حق الحضور في الجمعية العامة للشركة، و مناقشة تقارير مجلس الإدارة و القوائم المالية.

حق التصويت على قرارات الجمعية العامة.

حق الترشيح لمجلس الإدارة، وفقا للنظام الأساسي للشركة.

حق الإدارة و ذلك من خلال الحق الذي يكون من مجلس الإدارة في حالة انتقاله.

ب- قيمة السهم العادية: إن من المصطلحات الشائع استخدامها عند تداول الأسهم العادية، هو مصطلح القيمة. بحيث تعتبر من أهم الأمور الأساسية التي تهتم المستثمر. و بهذا الصدد يمكن التمييز بين القيم التالية:

ب-1- القيمة الاسمية للسهم: هي القيمة المثبتة في شهادة السهم، التي ينصب عليها عقد تأسيس الشركة. و يجب أن تكون هذه القيمة متساوية للأسهم المصدرة، التي من خلالها تتحدد نسبة مساهمة المستثمر بحق الملكية.

ب-2- القيمة الدفترية للسهم

هي القيمة المثبتة بسجلات الشركة المصدرة للسهم، تمثل ما نصيب السهم الواحد من حق الملكية (رأس المال المدفوع + الأرباح المحتجزة). و يعتمد في حسابها على التقارير المالية للشركة (كشف الدخل و الميزانية العمومية)، و ذلك بقسمة حق الملكية على عدد الأسهم حسب العلاقة التالية:

القيمة الدفترية للسهم = حق الملكية / عدد الأسهم

= قيمة الموجودات × قيمة المطلوبات / عدد

الأسهم

و تعتبر هذه القيمة، من مؤشرات سوق الأوراق المالية المهمة. فهي تمثل مؤشرا للحد الأدنى الذي يجب أن تكون عليه قيمة السهم في السوق.

ب-3- القيمة السوقية للسهم:

تمثل القيمة النقدية المدفوعة من قبل المستثمر عند أية لحظة زمنية معينة. و التي تتحدد بفعل عوامل العرض و الطلب في سوق الأوراق المالية. و من الأفضل أن تكون هذه القيمة أعلى من القيمة الدفترية لدى المستثمر. إذ أن السهم الذي يباع بأدنى من قيمته الدفترية، يوحي للمستثمر بأن الجهة المصدرة للسهم تعاني من صعوبات ومشاكل مالية. بحيث أن قيمة السهم في السوق تتقلب وفقا لسلوك المستثمر، و العرض و الطلب.

ثالثا- مزايا و عيوب الاستثمار في السهم العادية:

1- مزايا الاستثمار في الأسهم العادية:

- يعطي نوعية من العائد (جاري). يعني توزيعات الأرباح. و تحدد وفقا لقرارات إدارة الشركة، و عائد رأس مالي يتحدد وفقا لظروف سوق الأوراق المالية.

- يحمي الأموال في حالات التضخم و الرواج.



مقياس الأسواق المالية.

الأستاذ/ شريطي ص

. لا تلتزم الشركة بدفع أرباح لحملة الأسهم هذه، إلا إذا تحققت و اتخذ قرارا بتوزيعها كلها أو بعضها. و بذلك، فإنها لا تمثل عبئا على الشركة.
. انخفاض كلفة التعاملات، و ذلك لانخفاض عمولة الوسطاء في حالات البيع و الشراء.

. السيولة العالية و الناشئة من قابلية الأسهم للتداول، و تحولها لسيولة و بسرعة.

2- عيوب الاستثمار في السهم العادية:

أ- تأخر حق الأولوية عند التصفية. و يعود سبب ذلك، إلى أن حامل السهم العادي يحل على ما تبقى بعد دفع ما يأتي:

+ مصاريف لجنة التصفية.

+ ديون الدولة.

+ الديون الأخرى.

+ الأسهم الممتازة.

+ الأسهم العادية.

ب- يعتبر استثمار غير جيد في حالة الكساد: إذ أن عدم بيع المنتجات و انخفاض الأسعار، يحقق خسارة للشركة، و بالتالي تقل أرباح حامل السهم.

ج- تذبذب العائد و عدم ثباته سواء العائد الجاري، أو الرأسمالي.

د- صعوبة التقييم: أي صعوبة معرفة القيم العادلة للسهم نتيجة صعوبة التنبؤ بتدفقاته النقدية بدقة. هذا بجانب عدم القدرة في تحديد الوقت المناسب لشراء السهم و لبيعه. مما يعني عدم وضوح مستقبل السهم.

هـ- توزيعات الأرباح التي تجريها الشركة لا تحقق من العبء الضريبي.

و- إن توسع قاعدة المساهمين، يؤدي إلى انخفاض عائد السهم.



الدرس الرابع: الأسهم الممتازة:

من طرف الأستاذ/ ص. شريط

1- تعريف الأسهم الممتازة:

يعرف السهم الممتاز بأنه أداة مالية هجينة تجمع بين صفات أداة المديونية (السند) و أداة الملكية (السهم العادي). فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد و الأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية، و كذا الحال عند التصفية. و هي تشبه الأسهم في تواجدها. فهي دائمة رغم الاتجاه الحالي لتكوين احتياطات لإعادة شراء هذه الأسهم. و تدفع التوزيعات بعد الضريبة، كما يتم بالنسبة للأسهم العادية. وبالتالي، فإن حامل هذا السهم، يعطيه الحق في الحصول على عائد محدد سنويا، إما بنسبة من القيمة الاسمية، أو مبلغ محدد بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم. بحيث لا يمكن تعظيم هذا العائد لأنه محدد مسبقا من قبل الجهة المصدرة له.

و من خلال هذا، يمكننا تحديد أهم مزايا الأسهم الممتازة، و هي على النحو الآتي:
يمكننا تسمية نوعين من السمات الخاصة بالأسهم، منها سمات أساسية تشترك بها جميع الأسهم الممتازة بغض النظر عن الجهة المصدرة له، و سمات إضافية الزاميتها تخضع وفقا لنظام الجهة المصدرة للسهم الممتاز.

2- السمات الأساسية:

- ◆ تصدر السهم الممتازة بقيمة اسمية مثبتة بشهادة السهم. و هي قيمة ملزمة، على أساسها يحسب مقسوم أرباح السهم الممتاز. ليس هناك قيمة اسمية محددة، إذ قد يصدر السهم الممتاز بفئات.
- ◆ للسهم الممتاز أسبقية في موجودات الجهة المصدرة له عند التصفية قبل حملة السهم العادية.
- ◆ يجب لأن يحصل السهم الممتاز على مقسومه قبل حماة الأسهم العادية. و قد يتراكم هذا المقسوم للسنوات اللاحقة في حالة عدم دفعه، إلا إذا نص على خلاف ذلك.
- ◆ يعتبر من أدوات الملكية، ليس له تاريخ استحقاق معين، إلا إذا تضمن شروط إضافية مثل الاستدعاء أو الإطفاء.

3- السمات الإضافية:

- أ- **حق التصويت:** بحيث أن معظم الأسهم الممتازة لا تتمتع بحق التصويت في مجلس الإدارة، و انتخاب أعضائها. لكن قد يرد استثناء يعطي مثل هذا الحق في حالة تراكم مقسوم الأرباح. و قد يشارك في التصويت على الإصدارات الإضافية من الأسهم العادية.
- ب- **الإطفاء:** بعض الشركات تخصص مبالغ دورية تسمى صناديق الإطفاء لغرض استهلاك السهم، إما بفترات متعاقبة، أو في نهاية فترة زمنية تحدد مسبقا، و طبقا للحاجة المصدرة و ظروف سوق الأوراق المالية. وقد يكون الإطفاء إما بسعر السوق، أو بسعر استدعاء مسبق محدد مسبقا.

- ج- **الاستدعاء:** مثل هذا الشرط، يعطي الحق للجهة المصدرة استدعاء السهم الممتاز بعلاوة عن القيمة الاسمية، تسمى علاوة الاستدعاء. و قد يكون الاستدعاء بسعر السوق، كما قد تحدد مدة زمنية للاستدعاء.



مقياس الأسواق المالية.

الأستاذ/ شريط.ص

د- التحويل: يقصد به تحويل السهم الممتاز، إلى سهم عادي. و في هذه الحالة، يخضع السهم الممتاز إلى شرط الإطفاء و الاستدعاء. و السبب الرئيسي لشرط التحويل، هو لتبسيط هيكل رأس المال، و تخفيض كلفته، و كذا بيع أسهم عادية بسعر أعلى من سعر السوق.

يتم هذا التحويل بموجب سعر تحويلي يحدد مسبقا. كما تحدد مدة التحويل و خيار التحويل عادة يترك للمستثمرين حينما تتاح فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية، و لاسيما عندما يكون سعر التحويل أقل من الأسعار السوقية للسهم العادي. هذا بجانب توقعات المستثمرين حول زيادة مقسوم أرباح السهم العادي. فعلى سبيل المثال، لو كان حامل السهم الممتاز له الحق بتحويله إلى سهم عادي خلال مدة ثلاث سنوات الأولى من الإصدار بسعر 20 دينار للسهم الواحد، مثل هذا الشرط قد تستطيع الشركة من تعبئة الأموال و استثمارها لتحقيق معدلات نمو في الأرباح تساهم في زيادة السعار السوقية بشكل يزيد على أسعار التحويل.

4- تدرج الأسهم الممتازة:

تجري في السواق العالمية عملية تدرج لنوعية السهم الممتازة المصدرة. تحدد درجة النوعية طبقا لمقسوم الأرباح للسهم الممتاز، و مدى استقراره. فمثلا تقوم شركة ستاندرد و بور (SXP) بهذه المهمة، و على وفق الجدول رقم (01).

الجدول رقم (01): تصنيف ستاندرد و بور للأسهم الممتازة

C	B	BB	BBB	A	AA	AAA
دون الحد الأدنى	فئة المضاربة	دون الوسط	درجة الوسط	الدرجة الاستثمارية	النوعية المالية	النوعية الأساسية

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

+ **النوعية الأساسية:** و تسمى بالحافة الزرقاء. لها مستويات عالية بالقدرة على تغطية المقسوم من السهم الممتاز، و حصة المساهم من الموجودات، مع استقرار عال في الأرباح.
+ **النوعية العالية:** و تتمتع بدرجة عالية من الاستقرار و تغطية مفهوم الأرباح، مع حماية نسبية من مخاطر تقلبات الإيرادات. كما تتضمن حصة المساهم من موجودات الشركة عند التصفية.

+ **الدرجة الاستثمارية:** و لها صدى بين المستثمرين. و هي من الدرجات المسموح للمؤسسات المالية و المصرفية الاستثمار بها، قدرة الجهة المصدرة على تغطية المقسوم من الأرباح، و صيانة كافية لحصة المشاركة بموجودات الشركة.

+ **درجة الوسط:** استقرار نسبي من حيث دفع المقسوم من الأرباح، و حماية حصة المساهم في موجودات الشركة.

+ **دون الوسط:** و هي أقل استقرار من الوسط من حيث تغطية المقسوم المرتفع نسبيا، احتمالات عدم كفاية الحماية لحصة المساهم في موجودات الشركة.

+ **فئة المضاربة و الحد الأدنى:** مستويات ضعيفة في تغطية المقسوم من الأرباح و استلامه بالتوقيات المحددة. كما أن أسعارها يسودها النقلب. و تتعرض الأسهم إلى مخاطر الأعمال (تقلبات الإيرادات)، لذلك يكون المقسوم مرتفعا نسبيا، الموجودات غير



مقياس الأسواق المالية .
الأستاذ/ شريط ص
كافية لتغطية حصة المساهم، لتعرضها إلى مخاطر انخفاض قيمتها السوقية لاسيما عند
التصفية.

الدرس الخامس: أدوات المديونية "السندات"

من طرف الأستاذ/ ص. شريط

تعتبر أدوات المديونية، مصدرا من مصادر التمويل المقترض، تلجأ إليها الشركات و الحكومات لسد الاحتياجات المالية الكبيرة التي لا يمكن تمويلها من قبل جهة واحدة. و تعد السندات، لاسيما ذات الأجل الطويل، الأكثر شيوعا لهذه الأدوات.

1- تعريف السندات

يعتبر السند قرضا طويل الأجل، يحمل سعر فائدة ثابت، توافق بموجبه الشركة التي أصدرته بدفع قيمة كاملة، بالإضافة إلى الفائدة المستحقة عليه عند حلول تاريخ الاستحقاق. و قد كانت السندات تصدر باستحقاقات من 10 - 20 سنة. إلا أنه أصبح مألوفاً أن تصدر بفترات استحقاق 5 - 10 سنوات، و حتى لأقل من هذه الفترات. فالسندات كمصدر تمويل طويلا الأجل، يشبه القروض محددة المدة، و لكن إصدار السندات يتم الإعلان عنه و الدعاية له، و يعرض على الجمهور، و يباع إلى عدة مستثمرين مختلفين أفرادا و شركات. بينما حالة القرض محددة المدة ، فغنه يتم الحصول عليها من جهة واحدة. مما يجعله أقل خطورة من القرض، و لا يعتبر حامل السند مالكا في الشركة، و لا يحق له التدخل في شؤونها. لكن يحق له استرداد دينه في حالة تعرضها للإفلاس ، قبل أن يحصل حملة السهم الممتازة و العادية على حقوقهم.

و هذا النوع من الأوراق المالية ، تصدره الشركات في شكل شهادات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول.

و أهم ما تتمتع به هذه السندات، ما يلي:

- * أنها صكوك ديون.
 - * ذات معدل فائدة ثابت.
 - * ذات أجل محدد لسداد أصل الدين، أي قيمة السند.
- و بهذا فإن السند يأخذ القيم التالية:

2- الخصائص الرئيسية للسند:

أ- **السند أداة دين:** يرتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنيته، في حين يرتب السهم لحامله حق ملكيته. لذا يكون لحامل السند الأولية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة، أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.

ب- **السند أداة استثمار ثابتة الدخل:** يعتبر السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعا لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة، و تبعا لتغير نسبة توزيع الأرباح، ويشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز.

ج- **محدودية الأجل:** يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله، وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار. هذا على عكس السهم الذي لا يحدد بأجل بل يبقى قائما ما دامت الشركة المصدرة قائمة. و يعتبر أجل السند عنصرا هاما لتحديد معدل السند (الكوبون)، وكذلك سعره السوقية.

د- **القابلية للتداول:** يشبه السند السهم في هذه الخاصية، وتسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول السهم. و خاصية التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.



مقياس الأسواق المالية. الأستاذ/ شريطي

3- قيمة السندات:

تحتوي السندات على القيمة الاسمية و السوقية ودفترية و عند التصفية* و سوف نتطرق إلى القيمتين الاسمية و السوقية فقط كما يلي:

أ- **القيمة الاسمية:** هي القيمة المدونة على السند و التي يتعهد مصدر السند بردها إلى حامل السند في تاريخ الاستحقاق. و تتوقف القيمة الاسمية على معدل الكوبون للسند، مقارنة بأسعار الفائدة السائدة في السوق للسندات المماثلة.

ب- **القيمة السوقية:** تتغير هذه القيمة أثناء تداول السند في السوق المالي ارتفاعا أو هبوطا بسبب التغير في أسعار الفائدة. و تجدر الإشارة في هذا السياق، إلى أن بعض الشركات تفضل إصدار السندات طويلة الأجل بأسعار فائدة متغيرة.

بحيث أن السند عادة، يتضمن العناصر التالية:

- المبلغ الذي يدفعه المكتب للحصول على السند.
- المبلغ الذي تتعهد الشركة بوفائه لحامل السند.
- سعر الفائدة الثابتة الذي يعود للمكتب، و الاشتراك في الأرباح إذا أمكن. و مواعيد دفعها إما سنويا، أو لكل نصف سنة.
- فترة القرض، و حق الشركة في الوفاء من تاريخ معين.
- تعمد الشركات إلى إصدار السندات، إما بسعر التكافؤ، أو بأعلى منه أو بأقل من سعر التكافؤ.

4- أنواع السندات:

يمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات تصدرها منشآت الأعمال. و يمكن إيجازها على النحو التالي:

أ- **السندات الدائمة:** السند الدائم هو عبارة و عن سند ليس له تاريخ استحقاق محدد. أي لا يوجد تاريخ معين يمكن عنده لحامل السند، رد السند إلى المنشأة المصدرة للحصول على القيمة الاسمية للسند. و بالتالي، فالوسيلة الوحيدة للتخلص من هذا السند، هي بيعه إلى شخص آخر. لكن هذا لا يمنع المنشأة المصدرة من شراء السندات التي أصدرتها من السوق مباشرة.

ب- **السندات ذات تاريخ استحقاق محدد:** و هي السندات التي لها تاريخ استحقاق، و في هذا التاريخ يتقدم حامل السند إلى المنشأة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند.

ت- **السندات القابلة للاستدعاء:** و هي السندات التي يحق للشركة التي أصدرتها سداد قيمتها قبل موعد استحقاقها، و في الوقت الذي تختاره. بحيث أن الشركة تقوم بممارسة حق الاستدعاء اعتمادا على سعر الفائدة السائد. أي تستدعي سنداتها عندما تنخفض أسعار الفائدة السائدة في السوق عن سعر فائدة السوق.

ث- **السندات القابلة للتحويل:** و هي سندات يمكن تحويلها إلى أسهم عادية بسعر ثابت بناء على طلب مالكيها، أي اختياريا. و يتم التحويل إجباريا عن طريق استدعاء تلك السندات. أو يكون اختياره في تحصيل القيمة الاسمية و الفوائد، و ذلك في حالة توقع الشركة مرورها بظروف الكساد.

* القيمة الدفترية هي تلك القيمة المدونة في دفاتر الشركة
** قيمة السند عند التصفية: هي قيمة السند عند اندثار الشركة. كما يمكن لصاحب السند أن يخسر حتى القيمة الاسمية عند التصفية و هذا في حالة ديون الشركة أكبر من موجوداتها.



مقياس الأسواق المالية.

الأستاذ/ شريطص

ج- السندات الرديئة: يقصد بها تلك السندات التي يرتفع مقدار المخاطر المرتبطة بالعائد المتوقع لديها، حيث أن العلاقة بين العائد و المخاطر هي علاقة طردية. لذلك، فإننا يجب أن نتوقع أن يكون معدل الكوبون لهذا النوع من السندات مرتفع بما يتلاءم و حجم المخاطر الخاصة بالسند، و المتمثلة في مخاطر التوقف عند السداد.

د- السندات ذات العائد الصفري: إن السندات ذات العائد الصفري، لا تمنح للمستثمر فوائد دورية، و إنما يحصل على الفوائد عند تاريخ الاستحقاق، أو عند بيع السند. و تتمثل الفائدة على هذا النوع من السندات، في الفرق بين القيمة التي اشترى بها المستثمر السند، و القيمة الاسمية أو القيمة التي يبيع بها السند.

هـ- **السندات ذات معدل الفائدة المتحرك**: أحد المخاطر التي يتعرض لها السند هي مخاطر التضخم، و التي تؤدي إلى أن تصبح الفوائد المتحصل عليها من السند غير كافية لتعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية. و قد ترتب عن ذلك انخفاض القيمة السوقية للسندات، من جراء رفع أسعار الفائدة السائدة في السوق لمواجهة الآثار التضخمية. وللتغلب على الآثار السلبية للتضخم على حملة السندات، فقد ظهرت السندات ذات معدل الفائدة المتحرك. ففي ظل هذا النوع من السندات، يتم تعديل معدل الكوبون بصورة دورية، لكي يعكس أثر التضخم. و عادة ما تتم تلك المراجعة و التعديل لمعدل الكوبون، بصورة نصف سنوية.

و- السندات العادية: وقد تم التطرق لها سابقا

5- تدرج السندات:

يقصد بتدرج السندات ترتيب و تبويب نوعية السند ، طبقا لاحتمالات درجة نكول الجهة المصدرة للسند. أي طبقا لمخاطرتها الائتمانية. و تعود عملية التجريد، إلى عام 1900. و هو نفس الجدول السابق في تدرج الأسهم من حيث المواصفات.

6- مزايا و عيوب إصدار السندات

أ- مزايا إصدار السندات :

- توفير سيولة سريعة للشركة
- تكلفة تمويل اقل من تكلفة الاقتراض
- تكلفة تمويل اقل من تكلفة تمويل رأس المال من وجه نظر الملاك .
- يمكن تحويلها الى أسهم .
- يمكن استدعاء السندات وفق نشرة الإصدار واستبدالها بتمويل اقل تكلفة .
- لها عائد ثابت او متغير وفق شروط نشرة الإصدار
- ميزة الاعفاء الضريبي .

ب- عيوب إصدار السندات :

- رهن أصول الشركة لضمان إصدار السندات
- الإفصاح عن البيانات المالية في السوق لحملة السندات .
- تمثيل حملة السندات في مجلس إدارة الشركة .
- تكلفة تمويلية على الشركة .
- دين ممتاز على الشركة قبل حملة الأسهم .

7- مقارنة بين الأسهم الممتازة والسندات:

ويمكننا إجراء مقارنة التالية لبيان أوجه الاختلاف بين الأداتين للمستثمر بها:



مقياس الأسواق المالية.

الأستاذ/ شريطي ص

- السهم الممتاز أداة ملكية غير محددة الأجل بينما السند أداة دين ذات أجل محددة (لها موعد استحقاق).
- فائدة السند واجبة الدفع بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة ربحا أو خسارة ولا يجوز تأجيلها، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة بينما لا يحصل المساهم الممتاز على الأرباح إلا في السنوات التي تكون فيها الشركة رابحة كما يمكن تأجيل توزيع أرباح الأسهم الممتازة من سنة إلى أخرى دون أن يترتب على ذلك إفلاس الشركة.
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة وذلك بخضم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح باعتبار هذه الفوائد مصروفا بينما لا يجوز خصم أرباح الأسهم الممتازة باعتبارها توزيعا للربح لا عبئا عليه.
- وبسبب الميزة أعلاه قل استخدام الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل خصوصا في البلدان التي تتقاضى ضرائب عالية على الربح.
- لكن الأسهم الممتازة توفر لحاملها ميزة ضريبية، ذلك لأن بعض التشريعات الضريبية تنص على إعفاء نسبة معينة تصل أحيانا إلى 85% من الأرباح الموزعة لها من ضريبة الدخل. وهذه ميزة لا تحقق لحامل السند فيما عدا حالات استثنائية.
- من جانب آخر، توفر السندات لحاملها أمانا أكثر مما توفره الأسهم الممتازة لأنها أي السندات تصدر في معظم الأحيان مضمونه أو مكفولة بينما لا يتحقق ذلك بالنسبة للأسهم الممتازة. هذا بالإضافة للأولوية التي يتمتع بها حامل السند عن حامل الأسهم الممتازة في الحصول على فائده السنوية وكذلك في الحصول على دينه من أصول الشركة في حالة إفلاسها أو انتهائها.



الدرس السادس: المشتقات المالية

من طرف الأستاذ/ ص. شريط

المشتقات المالية عقد ثانوي ينشأ على عقد أساسي يتعلق بورقة مالية (الأسهم العادية) في وقت محدد بالمستقبل. واكتسبت هذه العقود تسمية المشتقات المالية لأنها تشتق من الأدوات المالية، وتعد الخيارات والكفالات أهم هذه العقود.

أولاً: الخيارات Options

1- طبيعة الخيارات: تنامت أسواق الخيارات بشكل خاص بعد عام 1983، وأصبحت تؤلف جزء مهم من عمليات سوق المال في الوقت الحاضر.

يقصد بالخيارات بأنها " عقود تعطي الحق لحاملها شراء أو بيع عدد من الأدوات المالية (عادة تكون 100) بسعر محدد وبفترة محددة (عادة ما تتراوح بين 3-9 أشهر).

تحرر الخيارات من قبل طرف ثالث (متعهد الإصدار)، في الغالب الأعم تكون بنوك استثمار، والجهة المصدرة للسهم العادي ذي العلاقة بعقد الخيار لا يترتب عليها أي التزامات، فأطراف العقد هو المستثمر والمتعهد.

يتضح من مضمون عقد الخيارات أن خاصية الرهان تمثل الطبيعة الأساسية للخيارات، لاحتوائها على عنصر المضاربة، لاسيما للطرق الذي يحرر الخيار (البائع). وإن عملية تحرير الخيار لا تتضمن أي إصدار فعلي لأسهم عادية، فهي تنحصر بتداول الأسهم عند تنفيذ أو ممارسة الخيار.

2- تصنيف الخيارات : تصنف الى نوعين

أ- خيار الاستدعاء (الشراء) : وهي خيارات تعطي الحق لحاملها شراء عدد محدد من الأسهم العادية (100 سهم)، بسعر محدد يسمى سعر الضربة (الممارسة) خلال مدة محددة مسبقاً.

هذه الخيارات لا تشكل أية التزامات لحاملها (المشتري)، وله الحرية في ممارسة الخيار من عدمه، لكن بالمقابل يمثل التزام على محرر الخيار يتضمن تجهيز المشتري بالأسهم المتفق عليها بالسعر المحدد بالعقد (سعر الضربة)، وخلال فترة صلاحية الخيار.

في الغالب الأعم ينفذ حامل الخيار العقد عندما يكون سعر السهم في السوق أكبر من سعر الضربة. فعلى سبيل المثال لو كان السعر المتفق عليه في العقد (200) دينار للسهم الواحد (سعر الضربة)، ارتفع سعر السهم في السوق إلى (300) دينار، ففي هذه الحالة، محرر الخيار ملزم بتجهيز المشتري الأسهم المتفق عليها بالعقد بسعر (200) دينار، محققاً خسارة قدرها (100) دينار بكل سهم. في حين يحقق المشتري ربحاً رأسمالياً قدره (100) دينار بالسهم الواحد. أما إذا تحقق العكس وانخفض سعر السهم في السوق لأقل من (200) دينار ففي هذه الحالة المشتري لا يمارس الخيار خلال الفترة المتفق عليها، ويحقق البائع (محرر الخيار) ربحاً يمثل قيمة العقد فقط، الذي يمثل خسارة للمشتري في نفس الوقت.

فعلى فرض في المثال أعلاه أن المشتري قد حصل على الخيار بسعر (50) دينار ولمدة ثلاثة أشهر، خلالها انخفض سعر السهم إلى أقل من (200) دينار، في هذه الحالة لا يمارس حقه في تنفيذ العقد، والخسارة التي يتحملها هنا هي فقط 50 دينار لكل خيار يحمله.

ب- خيارات الطرح (البيع) : وهي عقود تعطي الحق لحاملها بيع عدد من الأسهم العادية (100 سهم) إلى محرر الخيار (طرف آخر مثلاً الجهة المصدرة للسهم موضوع العقد)، طبقاً للسعر المتفق عليه (سعر الضربة) وخلال مدة صلاحية الخيار.



فعلى سبيل المثال حرر أحد الأطراف خيارا يلزمه شراء أسهم عادية بسعر 300 دينار للسهم الواحد، توقعا منه بارتفاع الأسعار خلال مدة صلاحية الخيار المنصوص عليها من العقد (مثلا 4 أشهر). فإذا انخفض السعر خلال المدة الى 200 دينار يلزم محرر الخيار شراء الأسهم بسعر 300 دينار، يتحمل محرر الخيار خسارة مقدارها الفرق بين السعر مطروحا منها قيمة الخيار، فلو فرضنا أن قيمة الخيار 30 دينار عليه، محرر الخيار حقق خسارة فعلية قدرها 70 دينار بكل خيار حرره، وإلا فإن محرر الخيار سوف يربح 30 دينار لكل خيار إذا لم يمارس حامل الخيار حقه خلال المدة المتفق عليها، والتي تمثل خسارة لحامل الخيار.

يتضح مما تقدم أن ممارسة الخيارات أمرا مرهونا برغبة المستفيد من الخيارات وتوقعاته، إذ يركز المستثمر اهتماماته بالخيارات، إنما يجنب محفظته من الخسائر الكبيرة أو الحد منها .

ثانيا- الكفالات:

أ- طبيعة الكفالات:

سبق الحديث عن الأسهم العادية وتم التطرق الى الأسهم المضمونة وهي الأسهم التي تصدر مع كفالات. ويرجع نشأة تداول الكفالات عام 1920، وقل تداولها في فترة الثلاثينات بسبب الظروف الاقتصادية العالمية (الكساد). وتعتبر وسيلة من وسائل التمويل تصدر بشكل ترخيص مرفقة بإصدارات الجهة المعنية من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (الأسهم الممتازة والسندات) لحذب المستثمرين وتخفيض كلفة التمويل. الكفالة عبارة عن ترخيص يرفق بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت، يخول حامله شراء عدد محدد من أسهم الشركة المصدرة للكفالة بسعر محدد وخلال فترة محددة.

ويتضح من التعريف أن الكفالة لها خصائص نوجزها بالآتي

- تصدر بشكل قسائم ملصقة بالورقة لتسهيل تسويقها

- القسائم قابلة للتداول في السوق الثانوية

- تخول الكفالات حاملها شراء أسهم الجهة المصدرة بسعر ومدة محددة تتراوح في

الغالب بين 3-10 سنوات، ويمكن أن تكون مستديمة ليست لها تاريخ محدد.

- الكفالة غير قابلة للاستدعاء، وهي تخضع الى رغبة حاملها وتوقعاته.

- يتمتع حامل الكفالة بحقوق حملة الأسهم العادية بعد ممارسة حقه باستبدال القسائم

بالأسهم العادية.

- يسقط حامل الكفالة حقه بعد نفاذ المدة المحددة.

بجانب هذه الخصائص توفر الكفالات مزايا إضافية لكل من حاملها والجهة المصدرة

لها يمكن إيضاها بالمثل التالي:

قررت إحدى الشركات العالمية إصدار 10 آلاف سهم ممتاز القيمة الاسمية للسهم

الواحد 1000 دينار لسد احتياجاتها المالية البالغة 10 مليون دينار، فقررت الشركة

الاستفادة من سمعتها الجيدة في السوق المالي وتساعد أسعار أسهمها السوقية، فأصدرت

كفالات ملصقة بالسهم الممتاز بواقع 10 كفالة لكل سهم ممتاز. تخول حاملها شراء أسهم

عادية بسعر 50 دينار للسهم الواحد وخلال السنوات الثلاث من الإصدار.

أفرض أن أسعار الأسهم في السوق للشركة ارتفعت خلال مدة الترخيص إلى 55

دينار، أي بفارق 5 دينار هنا فكل سهم يحقق ربحا قدره 50 دينار (5*10)، أما الشركة



مقياس الأسواق المالية.

الأستاذ/ شريط.ص

فإنها استطاعت من الحصول على احتياجاتها بسهولة من خلال تسويق الإصدارية من الأسهم الممتازة.

ب- الفرق بين الكفالات والخيارات:

تختلف الكفالات عن الخيارات في الكثير من النقاط التي يمكن إيجازها بالآتي:
- الجهة المصدرة: تصدر الكفالة من الشركة المصدرة للورقة المالية ذات العلاقة بالترخيص وعادة ذات دخل ثابت. في حين الخيار يمارس ويحرر من قبل أطراف ليس لها علاقة بالجهة المصدرة للسهم موضوع الخيار.
- شكل الإصدار: تصدر الكفالة بشكل قسائم ملتصقة بإصدارية الشركة من أوراقها المالية ذات الدخل الثابت. في حين الخيارات عقود مستقلة بين المحرر والمستثمر
- المدة: مدة الكفالة (3-10 سنوات) وبعضها مستديمة، في حين الخيارات صلاحية ممارستها (3-9 أشهر).

- القيود: الكفالة مقيدة بحدود أعلى في حين الخيارات مطلقة.
- الهدف: الكفالة وسيلة لتسهيل عملية تسويق الإصدارات والتمويل بكلفة أقل في حين الخيارات لا تحقق أية إضافات أو مزايا إلا لأطرافها فقط (محرر الخيار وحامله).

ثالثا: سوق المستقبليات والأجلة

1- تعريفها: هي تعاقد مستقبلي يلزم طرفين متعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية بسعر متفق عليه في تاريخ محدد وذلك بغرض التحوط وتجنب مخاطر تقلب الأسعار.

وهذه العقود كثيرا ما تلجأ إليه الشركات متعددة الجنسيات التي تتعامل بعملات متعددة ومنتشرة وتريد أن تحمي نفسها ضد أخطار التغير في أسعار هذه العملات. هذا السوق ليس مقتصرًا على المستوردين فيمكن للمستثمرين أو المضاربين التعامل به كما يحتوي على مخاطر عالية جدا. فمثلا مستورد مطلوب منه دفعة مقدارها مليون دولار في الشهر التاسع، وتحسبا لأي تغير كبير في أسعار الصرف الذي قد يؤثر في قدرته على تسعير بضاعته، لعدم معرفة تكلفة البضاعة بالعملة المحلية، يقوم بشراء مليون دولار على أن يستلم المبلغ في 30/09/2020 فيدفع المستورد مبلغا جزئيا يسمى الهامش وفي التاريخ المحدد للاستلام يقوم المستورد بدفع باقي المبلغ ويستلم مليون دولار على السعر المتفق عليها. هذا بغضالنظر عن سعر الدولار الفعلي في 30/09/2020 فإذا كان السعر المتفق عليه 7 دينار للدولار والسعر الذي في تاريخ التسليم 0.75 فالمستورد قد حجز مليون دولار على أساس 0.7 وإذا كان السعر 0.65 فعليه أيضا الشراء، فتغير السعر من 0.7 الى 0.75 يعني ربحا مقداره 0.05 للدولار ويكون الربح الكلي = 0.05 = 1.000.000 x 50.000 وهذا الربح قد حققه المستثمر على مبلغ مستثمر مقداره 70.000 (الهامش المدفوع) نسبة العائد = 50.000/70.000 = 71 % والعكس إذا حصلت خسارة فالعائد - 71 %.

- المتعامل في هذا السوق بعد دفع الهامش ليس من الضروري أن يكون لديه باقي المبلغ لأن التسوية في معظم الحالات لا تتم بالاستلام والتسليم وإنما ما تم شراؤه يتم بيعه، فالمضارب الذي اشترى مليون دولار، يقوم بتاريخ التسليم ببيع المليون على سعر 750.000 مثلا ويدفع للوسيط 630.000 ويربح الباقي، أما إذا انخفض السعر إلى 650.000 فيتم



مقياس الأسواق المالية.

الأستاذ/ شريطي

بيع المليون بـ 650.000 ويسدد الوسيط 630.000 ويحصل المتعامل على 20.000 وتحسب خسارة المتعامل:

$$70.000 - 20.000 = 50.000 \text{ الخسارة.}$$

2- أركان العقود المستقبلية :

أ- **السعر في المستقبل** : هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل .
ب- **تاريخ التسليم أو التسوية** : هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل .

ج - **محل العقد** : يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه و شرائه بين طرفي العقد و الذي قد يكون بضائع ، أوراق مالية، مؤشرات ، عملات ...

د- **مشتري العقد** : هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل .

هـ- **بائع العقد** : هو الطرف الملتزم بتسديد الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل .

3- أغراض المستثمرين في العقود المستقبلية

هناك نوعين من المستثمرين في العقود المستقبلية النوع الأول الذي يستخدم ذلك النوع من الاستثمار بغرض الاحتياط والحماية من التغيرات السعرية المستقبلية والنوع الثاني المضاربون في تلك العقود بغرض تحقيق أرباح .

أ- استخدام العقود المستقبلية لغرض التغطية :

إبرام عقود بيع أو شراء بتواريخ تنفيذ مستقبلية بأسعار محددة، و ذلك بغرض الحد من الخسائر التي من الممكن التعرض لها بسبب التغيرات العكسية التي قد تطرأ في المستقبل على أسعار السلع .

- **التغطية بمركز طويل** : إذا كان هناك مستثمر في حاجة إلى أصل ما مستقبلا، فيمكنه أخذ مركز طويل، بالتعاقد على شراء ذلك الأصل من خلال سوق العقود المستقبلية، و هو ما يطلق عليه التغطية الطويلة .

- **التغطية بمركز قصير** : يقصد بالتغطية بمركز قصير، أخذ المستثمر لمركز بائع على عقد مستقبلي لمواجهة مخاطر انخفاض سعر أصل يمتلكه أو يتوقع أن يمتلكه .

- **التغطية القابلة للتجديد** : تبدو أهمية إستراتيجية تجديد التغطية، عندما تكون الفترة المخططة لامتلاك الأصل تزيد عن تاريخ التسليم للعقود المستقبلية النشطة .

- **التغطية المتقاطعة (التغطية بأصل مختلف)** : يمكن أن نطلق على التغطية المتقاطعة بالتغطية غير المباشرة، تميزها لها عن التغطية المباشرة. فالتغطية المباشرة تكون من خلال عقد مستقبلي على أصل يماثل الأصل محل التغطية .

ب- استخدام العقود المستقبلية لغرض المضاربة:

أي اغتنام الفرص لتحقيق الأرباح عن طريق المضاربة في العقود المستقبلية.

أنواع العقود المستقبلية :

- العقود المستقبلية على السلع

- العقود المستقبلية على أسعار الصرف



- مقياس الأسواق المالية
- الأستاذ/ شريطي ص
- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة (العقود المستقبلية على الأصول المالية ذات الدخل الثابت).
- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم.