



إدارة المنشآت المالية

تأليف

الأستاذ الدكتور

شامل محمد الحموى

أستاذ الإدارة المالية

وكيل كلية التجارة - جامعة عين شمس
لشئون الدراسات العليا والبحوث الأسبق

الأستاذة الدكتورة

نادية أبو فخرة

أستاذ الإدارة المالية

كلية التجارة - جامعة عين شمس

مراجعة

الأستاذ الدكتور

نبيل عبد السلام شاكر

أستاذ الاستثمار والتمويل

كلية التجارة - جامعة عين شمس



مُقَدِّمَةٌ

حققت علوم المنشآت المالية والأسواق المالية تطوراً كبيراً في الفترة الأخيرة على الصعيدين المحلي والدولي. ولأهمية هذه الموضوعات المعاصرة ، قام مؤلفو هذا الكتاب بتناول الجوانب المختلفة لها بشكل مبسط متناسب مع الطالب في تلك المرحلة التعليمية من خلال جزئين :

- تناولته الدكتور/ نادية أبو فغرة ، الجزء الأول ويختص (بالمنشآت المالية).
- وتناول الدكتور/ شامل الحموي ، الجزء الثاني ويختص (بالأسواق المالية).

وندعو الله أن نكون قد وفقنا في تغطية هذا المقرر.

والله وراء القصد ،،،

المؤلفان



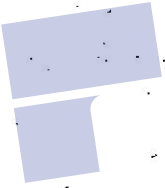
الفهرس

الجزء الأول المنشآت المالية

٣	الباب الأول : طبيعة المنشآت المالية ودورها فى التنمية
٥	الباب الثانى : المنشآت المالية المصرفية
٦٧	الباب الثالث : المنشآت المالية غير المصرفية
١٠٩	الباب الرابع : مخاطر المنشآت المالية
١٣٣	تطبيقات عملية

الجزء الثانى الأسواق المالية

١٤٧	الباب الأول : البيئة المالية
١٦١	الباب الثانى : تنظيم وإدارة الأسواق المالية
١٧٣	الباب الثالث : مؤشر البورصات
٢٠٣	الباب الرابع : تحديد أسعار الأوراق المالية
٢٥١	تطبيقات عملية

 pdfelement

الجزء الأول

المنشآت المالية

الباب الأول : طبيعة المنشآت المالية ودورها في التنمية

الباب الثاني : المنشآت المالية المصرفية

الباب الثالث : المنشآت المالية غير المصرفية

الباب الرابع : مخاطر المنشآت المالية

دكتورة / نادية أبو فخرة



الباب الأول

طبيعة المنشآت المالية ودورها في التنمية

الفصل الأول : طبيعة المنشآت المالية

الفصل الثانى : دور المنشآت المالية فى التنمية والاستثمار

pdfelement



الفصل الأول طبيعة المنشآت المالية

مقدمة :

من المعلوم أن هناك حقيقة هامة يجب عدم إغفالها وهي أن المنشآت المختلفة تعمل في بيئة اقتصادية بالغة التعقيد ، وتعرض لعوامل التغير والتقلب السريع التي تختلف من فترة لفترة ومن منطقة لأخرى. وبناء على ذلك فإن الفلسفة التي تعمل خلالها كل منشأة تختلف عن فلسفة المنشآت الأخرى. وأصبحت العوامل الآتية من الأشياء المألوفة في البيئة الاقتصادية التي تعمل خلالها المنشآت المالية :

١- التغيرات المتعلقة بدورة الأعمال (شراء - تصنيع - بيع).

٢- التقلبات الموسمية والتقلبات غير المتوقعة.

٣- التقلبات الاقتصادية المختلفة وظروف المنافسة والتضخم ... إلخ.

٤- التغيرات في الهياكل الاقتصادية.

٥- التغيرات المستمرة في الأسواق المالية.

٦- التغيرات والتقلبات في القوانين المنظمة لنشاط تلك الهيئات.

وتلعب المنشآت المالية دوراً بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول نظراً لما تقدمه من خدمات مالية ذات طبيعة خاصة ، وبذلك تنعكس سلامة وحسن أداء هذه المنشآت على سلامة وحسن الأداء الاقتصادى للدولة بوجه عام ، كما أن تدهور وانخفاض كفاءة هذه المنشآت والأسواق المالية لا ينصب تأثيره على هذه المنشآت والأسواق المالية فحسب ، بل يمتد ليشمل باقى القطاعات الاقتصادية محدثاً تأثيراً سلبياً على الأداء الاقتصادى ككل.

وفي هذا الصدد سنتناول الموضوعات الآتية :

أولاً - نظرية الوساطة المالية :

تشير كلمة الوساطة المالية بصفة عامة إلى ممارسة بعض الوحدات الاقتصادية

لعملية الحصول على الالتزامات المالية (الأوراق المالية) وإصدارها ، وبناء على ذلك فإن أى وحدة تقوم بالحصول على الإلتزامات المالية من الوحدات ذات العجز المالى ، وفى نفس الوقت تقوم بإصدار التزامات مالية عليها لصالح الوحدات ذات الفائض المالى يمكن القول بأن تلك الوحدة تمارس عملية الوساطة المالية.

وطبقاً لهذه النظرية يمكن القول بأن هناك ثلاث وحدات تمارس عملها فى النظام المالى وهذه الوحدات هى :

(أ) الوحدات ذات الفائض المالى.

(ب) الوحدات ذات العجز المالى.

(ج) الوسطاء الماليين.

ثانياً - الوسطاء الماليين : Financial Intermediaries

تعريف الوسطاء الماليين :

يعرف الوسطاء الماليون ببساطة شديدة بأنهم حلقة الوصل بين المقرض الأخير والمقرض الأخير. فالقوائض المالية تجهز بواسطة المدخرين المتمثلين فى الوحدات ذات الفائض المالى ، والتي تتدفق بدورها من خلال الوسطاء الماليين الذين يقومون بإقتراضها من هؤلاء المدخرين عن طريق بيع أوراق مالية لهم.

وبعد إتمام عملية الاقتراض السابقة من تلك الوحدات ذات الفائض المالى والتي تمثل (المقرض الأخير) يصبح الوسطاء الماليين قادرين على اقراض تلك الأموال للوحدات ذات العجز المالى (المقرض الأخير).

ثالثاً - خصائص الوسطاء الماليين :

يتميز الوسطاء الماليين ببعض الخصائص التى تميزهم عن غيرهم من المنشآت الأخرى التى تعمل فى قطاع الأعمال ويمكن إيجاز تلك الخصائص فيما يلى :

١- تمثل الأصول المالية (الأوراق المالية) الجانب الأعظم من جانب الأصول فى ميزانيات الوسطاء الماليين ، بينما تمثل الأصول الحقيقية (الأصول الثابتة - الأصول

المتداولة) نسبة قليلة من إجمالي الأصول.

٢- انخفاض نسبة صافي حقوق الملكية لإجمالي مصادر الأموال الخاصة بالوسطاء الماليين ، بينما يتمثل الشطر الأعظم من تلك المصادر في التزامات مالية ، وذلك على عكس قطاع الأعمال الذي يعتمد بصفة أساسية على صافي حق الملكية ولا تمثل الالتزامات المالية إلا نسبة قليلة من المصادر.

٣- نتيجة لذلك فإن قطاعات الأعمال الأخرى تأخذ في الحسبان تناسب بين الملكية والمديونية (المتاجرة على الملكية) والتي تقاس بالرافعة المالية أكثر من الوسطاء الماليون وتعتبر المنشآت المالية من أهم الوسطاء الماليين التي تعمل داخل الأسواق المالية.

تصنيف المنشآت المالية :

تصنف المنشآت المالية إلى مجموعتين رئيسيتين على النحو التالي :
المجموعة الأولى :

منشآت مالية تقوم بدور الوساطة المالية وتسمى بالوسطاء الماليين وتتضمن هذه المجموعة المنشآت المالية التالية :

١- منشآت مالية تتلقى الودائع : Depository Institutions

مثل البنوك التجارية.

٢- منشآت مالية لا تتلقى الودائع : Non-depository Institutions

وتشمل :

- شركات التأمين Insurance Companies
- صناديق الإستثمار Mutual Funds
- شركات التمويل Finance Companies
- صناديق المعاشات Pension Funds

المجموعة الثانية :

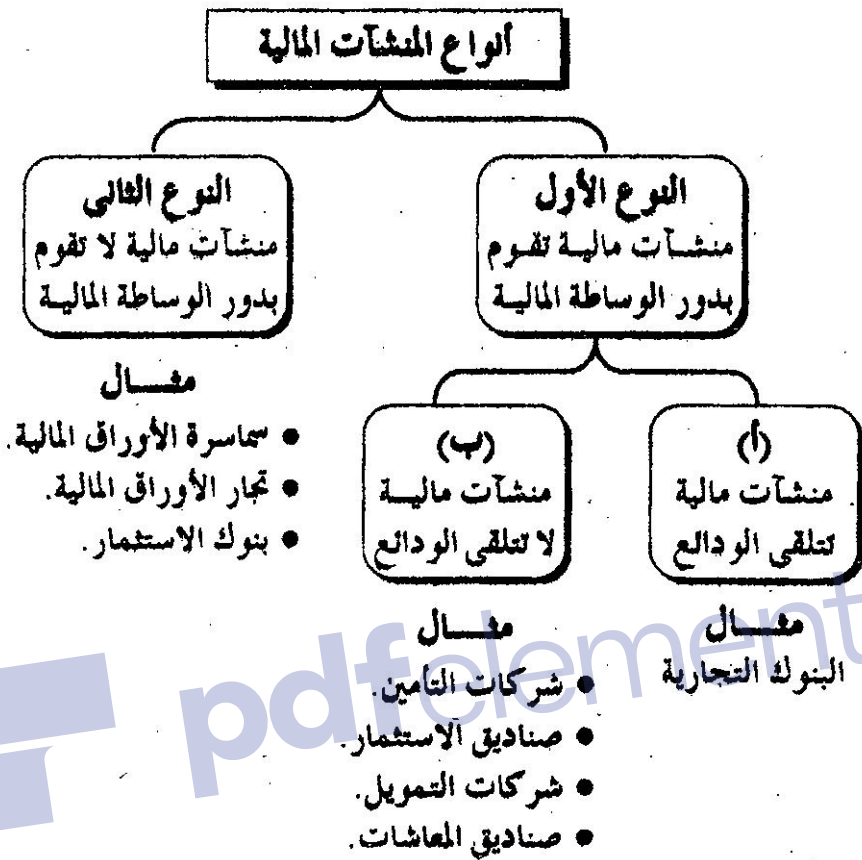
منشآت مالية لا تقوم بدور الوساطة المالية وتحتوى تلك المجموعة على

المنشآت المالية الآتية :

- سماسرة الأوراق المالية Brokers
- تجار الأوراق المالية Dealers
- بنوك الاستثمار Investment Banks

والفرق الرئيسى بين المنشآت المالية التى تقوم بدور الوساطة المالية وتلك التى لا تقوم بدور الوساطة المالية هو أن الأولى تقوم بإصدار وبيع أصول مالية تمثل التزامات مالية عليها تجاه الغير بهدف الحصول على احتياجاتها المالية التى تستخدمها فى منح القروض وشراء الأوراق المالية.

أما المنشآت المالية التى لا تقوم بدور الوساطة المالية فهى لا تقوم بإصدار وبيع أى أصول مالية للحصول على احتياجاتها من الأموال. فعلى سبيل المثال يعتمد تجار الأوراق المالية على أموالهم الخاصة لشراء الأوراق المالية التى يتاجرون فيها. وبذلك يمكن إيجاز الأنواع المختلفة للمنشآت المالية فيما يلى :



وظائف المنشآت المالية التي تقوم بدور الوساطة المالية

بجانب الوظيفة الرئيسية للمنشآت المالية التي تقوم بدور الوساطة المالية والتي تتمثل في عملية تحويل الأموال بين وحدات المجتمع ذات الفائض المالي ووحدات المجتمع ذات العجز المالي هناك عدة وظائف تعتبر على جانب كبير من الأهمية تلخص فيما يلي :

- ١- تقديم خدمة تجميع المدخرات ، فيقوم الوسطاء الماليين بتجميع المدخرات من أفراد المجتمع ، حيث يضطلع الوسطاء بعملية تدفق المدخرات وتوصيلها إلى المستخدم النهائي. ويلاحظ أن تلك العملية تعتبر غير فعالة ومرتفعة التكاليف إن لم تكن مستحيلة في حالة عدم وجود وسطاء ماليون.
- ٢- تسهيل عملية توفير التمويل للمشروعات ذات العجز المالي ، وذلك لإمكانية اتصال أكبر عدد من المقرضين بواحد أو أكثر من الوسطاء الماليين. بدلاً من محاولة الاتصال بعدد كبير من المدخرين والذي يعتبر من العمليات المستحيلة.
- ٣- إحداث توافق بين تواريخ الاستحقاق (المدد الزمنية) التي يرغبها المقرضين والمقرضين.
- ٤- تقديم بعض الخدمات المتخصصة ، ومن هذه الخدمات توفير البيانات والمعلومات المالية المختلفة عن المقرضين والمقرضين سواء أفراد أو شركات وتحليلها وتفسيرها وتخزينها لاستخدامها لخدمة الأغراض المختلفة.
- ٥- تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المدخرين في محاولاتهم الحصول على عوائد مقابل توظيف أو إقراض مدخراتهم بواسطة توزيع وتنويع تلك المخاطر ، وكذلك قيام بعض الوسطاء بالتأمين ضد المخاطر بأنواعها مثل شركات التأمين.

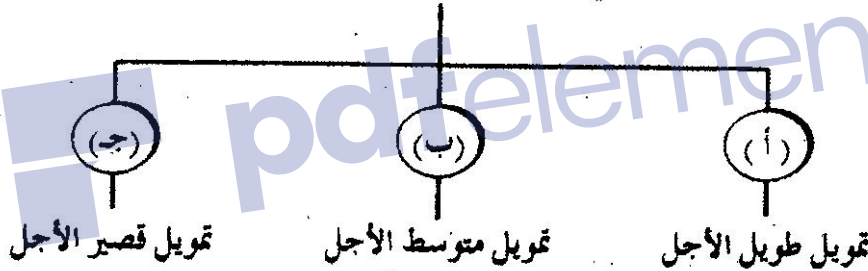
الفصل الثانى

دور المنشآت المالية فى التنمية والاستثمار

تلعب المنشآت المالية بأنواعها المختلفة دور هاماً وحيوياً فى رفع الكفاءة الاقتصادية داخل المجتمع ، وذلك من خلال عدة محاور هى :

أولاً - دور المنشآت المالية فى تعبئة مدخرات الأفراد الذين يتوافر لديهم فائض من الأموال ولا يتوافر لديهم فرص استثمارية منتجة ، وتوجيهها إلى التمويل اللازم لتلك الفرص.

ثانياً - دور المنشآت المالية فى تمويل القطاعات الاقتصادية المختلفة بالأشكال المتنوعة من التمويل وذلك وفقاً للغرض من هذا التمويل والتى تقدمها المنشآت المختلفة كل حسب تخصصه (التمويل) وذلك كالاتى :



ثالثاً - دور المنشآت المالية فى إنشاء الشركات والمنشآت المختلفة عن طريق الاستثمار المباشر. فلا يقتصر دور تلك المنشآت على تقديم التمويل بل يعتمد إلى قيامها بالاستثمار المباشر والتعرف على المشروعات المختلفة والترويج للفرص الاستثمارية الجديدة والإسهام فيها. لاسيما أنه يتوافر لدى المنشآت المالية المخططون والمنظمون مما يحدث تأثيراً موجباً على التنمية وعلى تطوير النشاط الاقتصادى ككل (الاستثمارات المباشرة).

رابعاً - دور المنشآت المالية فى تنفيذ برنامج التمويل الاقتصادى ودعم القطاع الخاص عن طريق الاسهام فى تنفيذ عمليات الخصخصة ، وذلك من خلال قيامها بالعديد من الأنشطة مثل :

- ١- تقديم التمويل اللازم لتنشيط سوق الأوراق المالية ، إذ تلعب تلك المنشآت دوراً بارزاً في تمويل عمليات شراء الأسهم المعروضة في إطار برنامج التخصصة بالنسبة لعملاء القطاع الخاص.
- ٢- المساهمة في تقييم المشروعات المطروحة للتخصصة بقيامها بالأدوار الآتية :

١/٢- تقييم أصول العديد من الشركات المعروضة للبيع لتحديد القيمة العادلة لأسهمها.

٢/٢- تقديم الخدمات الاستشارية المتخصصة بشأن عملية البيع والقيام بعمليات تسوية وتسويق الإكتساب عن طريق (الدراسات الخاصة بالجدوى الاقتصادية والمالية للمشروعات والترويج والبيع ، وتصميم الحملات الإعلانية ... إلخ).

٣- قيام المنشآت المالية بخلق طلب فعال على الأسهم ، وذلك لدعم وتنشيط سوق الأوراق المالية من خلال خلق مزيد من الطلب على الأدوات التي يتم تداولها داخل هذا السوق وذلك من خلال :

١/٣- تنفيذ أوامر البيع والشراء لصالح العملاء وتقديم الخدمات المختلفة للأوراق المالية.

٢/٣- تدوير محافظ الأوراق المالية للبنوك بما يدعم وينشط سوق المال المصري فضلاً عن الدور الفعال في مساندة السوق وقت الأزمات من خلال تكوين محافظ ذكية تحفظ للسوق توازناته وتضمن حمايته من الانهيار.

٣/٣- تأسيس صناديق الإستثمار المحلية والأجنبية فتعتبر هي الأداء التي سوف تمكن المنشآت المالية وبصفة خاصة البنوك من الخروج من إطار العمل التقليدي (الوساطة المالية) إلى دور

أوسع وأكثر شمولاً يواكب التغيرات الدولية في الأداء المصرفي.

٤/٣- طرح شهادة الإيداع الدولية (GDR) وذلك لفتح نافذة على الأسواق العالمية وجذباً للاستثمارات الأجنبية.

٥/٣- الأقراض بضمان الأوراق المالية أو الأقراض بغرض تملكها كأحد وسائل دعم برنامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية.

٤- دعم البنية الأساسية لسوق المال ، وذلك من خلال :

١/٤- إنشاء بنوك المقاصة : فقد قامت بعض البنوك بإنشاء وحدات

بداخلها تقوم بعمليات التسوية المالية لشركات السمسرة بما يؤدي في النهاية إلى سرعة إجراء التسويات المالية بما لدى تلك البنوك من إمكانيات مادية وبشرية وخبرات كبيرة للقيام بهذه الوظيفة في السوق.

٢/٤- ممارسة نشاط إدارة سجلات الأوراق المالية Book Keeping.

فقد اتجهت البنوك إلى إنشاء وحدات متخصصة بها لممارسة نشاط إدارة السجلات وإمدادها بالكفاءات والخبرات المطلوبة ، وذلك بهدف الحرص على معاملات العملاء الأجانب في السوق وجذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في هذا المجال.

٣/٤- القيام بإنشاء بعض الشركات العاملة في مجال سوق المال.

فقد قامت البنوك بتأسيس العديد من الشركات للعمل في مجال سوق رأس المال منها الشركات الآتية :

- شركات تعمل في مجال السمسرة.
- شركات تعمل في مجال ترويج وتغطية الاستثمارات.

• شركات رأس المال المخاطر.

• شركات تعمل في مجال إدارة المحافظ.

كل ذلك يهدف توفير المنشآت اللازمة لنمو ووضوح السوق.

٥- إصدار ضمان تغطية وترويج السندات وذلك في إطار جهود الدولة نحو تصحيح المسار الاقتصادي والتعديل الهيكلي عن طريق طرح سندات الخزينة طويلة الأجل بهدف إتاحة المزيد من الأموال للمشروعات الاستثمارية.

خامساً - دور البنوك في تنشيط الصناعات الصغيرة ، حيث تشمل الصناعات الصغيرة في مصر قطاعاً كبيراً ومؤثراً يلعب دوراً رئيسياً في التنمية الاقتصادية ويتركز دور المنشآت المالية ممثلة في البنوك في دعم وتنمية الصناعات الصغيرة في قيامها بالأنشطة الآتية :

١- القيام بدور الوسيط بين الصندوق الإجتماعي للتنمية والمستفيدين من أصحاب الصناعات الصغيرة لترويج قروض الصندوق.

٢- دراسة القطاعات الاقتصادية المختلفة وأنشطتها واقتراح المشروعات الصغيرة التي يمكن للبنوك المساهمة في تمويلها مع إعداد دراسات الجدوى لها.

٣- دعم وتمويل الصناعات الصغيرة وتوفير احتياجات التشغيل الجارى لها.

٤- الاتصال بالعاملين بهذه القطاعات والتعرف على مشاكلهم التمويلية واقتراح الأساليب المناسبة للتمويل.

٥- مساعدة المشروعات الصغيرة القائمة على الاحلال والتجديد.

الباب الثاني

المنشآت المالية المصرفية

الفصل الأول : البنوك التجارية

الفصل الثاني : البنوك غير التجارية

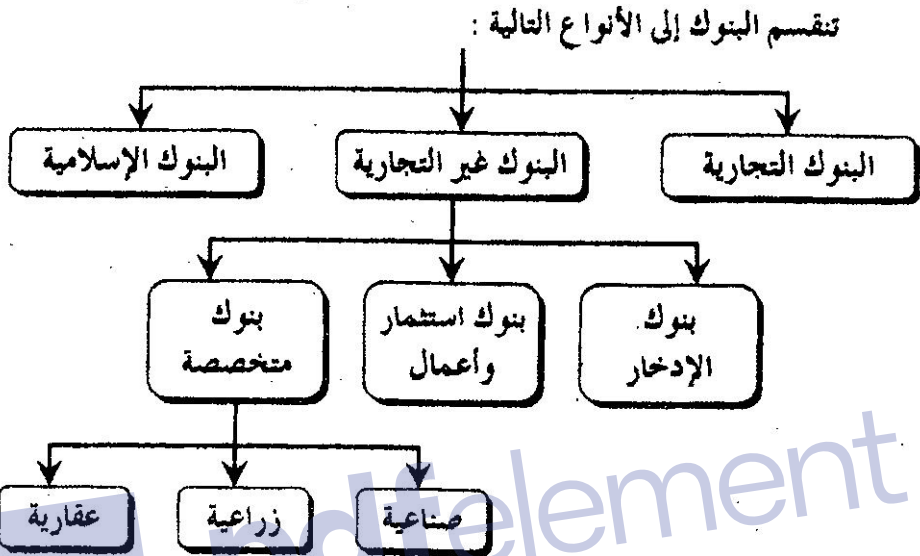
الفصل الثالث : البنوك الإسلامية

الفصل الرابع : البنوك المركزية



الفصل الأول البنوك التجارية

أنواع البنوك :



تعريف البنوك التجارية :

هي المصارف التي تقوم بصفة معتادة بقبول ودائع ومنح قروض بالإضافة إلى بعض الخدمات المصرفية الأخرى.

أنشطة البنوك التجارية :

تنقسم الأنشطة التي تقوم بها البنوك التجارية إلى :

أولاً - أنشطة أساسية وهي :

- ١- قبول الودائع : (جارية - لأجل - توفير - باخطار سابق).
- ٢- منح القروض : (قروض بضمان عيني - قروض بضمان شخصي - قروض بدون ضمان).
- ٣- الاستثمار في الأوراق المالية : (أذون الخزانة - أسهم - سندات).

ثانياً - أنشطة فرعية (خدمات مصرفية) وهي :

- ١- شراء وبيع الأوراق المالية.
- ٢- شراء وبيع النقد الأجنبي.
- ٣- تحصيل الشيكات والكونونات لحساب العملاء.
- ٤- إصدار وصرف الشيكات السياحية.
- ٥- تأجير الخزائن للعملاء.
- ٦- إصدار بطاقات الإئتمان.
- ٧- تقديم خدمات استشارية وضريبة ومالية.
- ٨- إدارة الممتلكات لياقة عن العملاء.

pdfelement

التعريف ببند ميزانية البنك التجارى

الخصم وحقوق الملكية

الأصول

١- أموال مملوكة :

- أ - رأس المال.
- ب - الاحتياطيات.
- ج - الأرباح غير الموزعة.

٢- الإلتزامات :

- أ - التزامات مؤكدة :
- الودائع بجميع أنواعها.
- المستحق للبنوك.
- شيكات وحوالات مستحقة الدفع.
- دائنات توزيعات.
- أرصدة دائنة أخرى.
- ب - التزامات عرضية :
- الجزء الغير مغطى من خطابات الضمان.
- (وتظهر هذه البنود خارج الميزانية)

١- أصول سائلة :

- أ - نقدية بالصندوق.
- ب - أرصدة لدى البنك المركزى.
- ج - أرصدة لدى البنوك الأخرى.
- د - ذهب و عملات أجنبية.
- هـ - شيكات وحوالات تحت التحصيل.
- و - أذون الخزانة.
- ز - السندات الحكومية.
- ل - أوراق تجارية مضمومة لأقل من ٣ شهور.

٢- أصول خطرة (إيرادية) :

- أ - أوراق تجارية مضمومة لأكثر من ٣ شهور.
- ب - القروض بجميع أنواعها.
- ج - أوراق مالية غير حكومية.

الأصول الثابتة

أرصدة مدينة أخرى

الأولويات المطلوب إدارتها في البنوك التجارية

المبحث الأول

السيولة Liquidity

تمهيد :

لاشك أن السيولة تعد من أهم المشاكل التي تواجه القائمين بإدارة الأصول والخصوم في البنوك التجارية ، ويقصد بالسيولة من وجهة نظر البنك التجاري أن يكون قادراً باستمرار على مقابلة التزاماته تجاه العملاء وأصحاب الودائع عن طريق تحقيق السيولة الكافية مما يستتج منه بالضرورة قيام البنك التجاري باستخدام قدر معقول من موارده في أصول تتمتع بقدر كاف من السيولة مما يتيح له إمكانية استرداد قيمتها بسرعة دون تحقيق خسارة تذكر عند الحاجة إلى النقود.

مفهوم السيولة :

تعرف السيولة بشكل عام بأنها قابلية الأصول للتحويل إلى نقود في يسر وسرعة ودون خسارة كبيرة وعلى هذا الأساس يكون الرصيد النقدي في خزائن البنك التجاري أكثر الأصول المصرفية سيولة ، بينما تقل درجة السيولة كلما قلت إمكانيات تحول الأصول إلى نقود بسهولة ويسر ودون خسارة.

وبذلك يتضح أن عنصرى السيولة هما :

أ- سهولة تحويل الأصل إلى نقد سائل بسرعة.

ب- عدم التعرض لخسائر ما أمكن عند اتمام هذا التحويل.

وتستعمل كلمة السيولة بالنسبة للبنك التجاري في معرض تقييم قدرة البنك على تلبية طلبات عملائه في سحب ودائعهم أو التسهيلات الممنوحة لهم بتوفير النقد السائل في أى وقت من الأوقات.

ويفرق البعض بين مفاهيم السيولة وهى السيولة بمعناها المطلق ومعناها الفنى ومعناها النسبى ، فالسيولة فى معناها المطلق تعنى النقدية ، والسيولة فى معناها الفنى

وهي قابلية الأصل للتحويل إلى نقدية بسرعة وبدون تحمل خسائر ، أما السيولة بمعناها النسبي فتتمثل العلاقة بين النقدية والأصول السهلة التحويل إلى نقدية بسرعة وبدون تحمل خسائر وبين التزامات مستحقة مطلوب الوفاء بها.

تعارض السيولة والربحية :

من المتعارف عليه أنه كلما زادت سيولة الأصل هبط معدل ربحيته حتى تنعدم الربحية بالنسبة لأوراق النقد باعتبارها أكثر الأصول سيولة وعلى العكس تزيد قدرة الأصل المصرفي على جلب العائد كلما قلت درجة سيولته.

فأذون الخزينة العامة التي تتمتع بأعلى درجات السيولة بعد النقود نفسها تجلب للبنك نسبة عائد منخفضة للغاية ، بينما تجلب الأوراق المخصصة نسبة عائد أكبر مما تجلبه الأذون وتجلب القروض نسبة عائد أعلى مما تجلبه الأوراق المخصصة كما أن نسبة العائد التي تحققها نفسها متفاوتة في ارتفاعها مع زيادة أجل القرض.

ومن هنا نجد أن البنوك في سياساتها التوظيفية يتنازعها عامل الربح وعامل السيولة وينشأ بالتالي نتيجة التعارض الذي ذكرناه بين السيولة والربحية مشكلة دقيقة قد يصعب على البنوك التجارية مواجهتها في النظم الاقتصادية الغير مستقرة.

ومما لاشك فيه أن أحداث التوازن في تحقيق هدفى السيولة والربحية يتوقف إلى حد بعيد على خبرة ودقة توقعات القائمين على توجيه سياسة البنك التجارى ، وفيما عدا معدل السيولة الذى تتطلبه القوانين والنظم المصرفية فإن البنوك التجارية عليها الموازنة بين هذين الهدفين بما يعود عليها بالربح الكافى من ناحية وبما يتيح لها سيولة مناسبة تقيها من تخرج مركزها فى السوق المالية والتجارية من ناحية أخرى.

أهداف إدارة السيولة فى البنوك التجارية :

يجب على البنك التجارى فى ظل الظروف المعاصرة الاحتفاظ بسيولة كافية لتغطية ٤ حالات تمثل المواقف المختلفة المحتمل أن يواجهها البنك التجارى وهى :

• الحالة الأولى - الوضع العادى للمنشأة Business as Usual :

وفى هذه الحالة تكون الحالة مستقرة فى أسواق الائتمان المحيطة بالبنك وتعمل بصورة طبيعية وليست هناك مشاكل رئيسية يقابلها البنك.

• الحالة الثانية - ضغوط قصيرة الأجل معينة على البنك :

Short- Term Crisis Specific of the Bank in Question

وتتمثل فى الأحداث المعاكسة غير المتوقعة التى تقابل البنك مثل اكتشاف بعض الديون السيئة أو المشكوك فى تحصيلها والتى تتسبب فى إيجاد شك مؤقت فى أمان البنك.

• الحالة الثالثة - ضغوط قصيرة الأجل خاصة بالصناعة المالية العامة :

Short- Term Crisis for the Entire Financial Industry

وتحدث هذه الضغوط نتيجة حدوث تشويش فى الأسواق المالية نتيجة صدمة معينة مثل الضغوط العالمية مثل حرب الخليج أو ضغوط مالية معينة مثل أزمة ماسترخيت الأوربية (الوحدة الأوربية النقدية والمالية) أو أزمة جنوب شرق آسيا ، وكذلك أحداث الحادى عشر من سبتمبر ، أو الأحداث الحالية السياسية

• الحالة الرابعة - ضغوط طويلة الأجل متعلقة بالبنك نفسه :

Long - Term Crisis Specific to the Bank

وتنتج هذه الضغوط نتيجة خسائر التشغيل المستمرة والمتتالية فى الأجل القصير مما يؤدى إلى خسائر فى المدى الطويل تؤدى إلى احتمال فشل البنك. ويحتاج البنك إلى سياسة سيولة مختلفة لكل حالة من الحالات السابقة كما تختلف مقاييس السيولة بكل منها.

سياسة السيولة الواجب اتباعها لمواجهة كل حالة من الحالات السابقة :

• الحالة الأولى - احتياجات المنشأة العادية (الوضع العادى للمنشأة) :

ويتبلور هدف البنك فى هذه الحالة فى توفير التمويل المستمر والمتطور لأعمال البنك ومتطلبات السوق لمقابلة الحد الأقصى من الطلب على القروض ،

وهذه الأموال يجب توافرها بسعر مناسب لمقابلة النمو المتوقع في القروض ودفع الالتزامات المستحقة في مواعيد استحقاقها ، وبالإضافة إلى ذلك يجب أن يكون البنك مستعد للطلب العادى والطلب الغير عادى لطلبات الودائع الكبار .

• الحالة الثانية - الضغوط قصيرة الأجل بالنسبة للبنك :

وفى هذه الحالة يجب توافر السيولة المناسبة لمواجهة الأحداث الغير متوقعة والقصيرة الأجل والتي تؤدى إلى تخفيض الثقة فى البنك فى السوق النقدى وهنا يتطلب الموقف أن يكون البنك قادراً على مواجهة هذه الضغط دون اللجوء إلى السوق النقدى ودفع تكلفة مقابل ذلك بل ومواجهة هذه الضغوط بدون التعرض لتكلفة معينة ، وذلك عن طريق الاحتفاظ ببعض الأصول السائلة الإضافية .

• الحالة الثالثة - الضغوط قصيرة الأجل الخاصة بالصناعة ككل :

وفى هذه الحالة يلاحظ أن كل البنوك تناضل من أجل مواجهة هذا الوضع وهنا يلاحظ أيضاً أن البنوك المركزية تكون مستعدة دائماً لحمايتها من الفشل ولهذا السبب يلاحظ أن السيولة التى احتفظ بها البنك فى الحالة الثانية تعتبر مفيدة له ويمكن تجاهل الحالة الثالثة دون مخوف وذلك بالنسبة لإدارة السيولة .

• الحالة الرابعة - الضغوط طويلة الأجل بالنسبة للبنك نفسه :

لا يعتمد البنك فى توفير السيولة لمواجهة هذه الحالة على الأسواق النقدية ومصادر السيولة القصيرة الأجل ، وبالتالى فإن إدارة أموال البنك لمقابلة هذه الحالة لا تدخل تحت إدارة السيولة بل تخضع لسياسة عامة وشاملة خاصة بالبنك لتجنب الصعوبات الإيرادية المتعلقة بتحقيق العوائد .

وجدير بالذكر أن مشكلة السيولة فى البنوك التجارية أهم من السيولة فى الشركات سواء كانت صناعية أو تجارية إلخ لأنه فى الوقت الذى تمثل الودائع معظم التزامات البنك العجارى وهى يمكن أن تطلب فى أى وقت ، نجد أن التزامات الشركات الأخرى عبارة عن قروض من البنوك أو ديون لموردين ، وهذا يعنى أن

البنك التجارى لا يمكنه الامتناع عن رد الودائع لأصحابها أو حتى تأجيلها وإلا عرض نفسه لفقدان الثقة وخطر الإفلاس.

أما الشركات الأخرى فيمكنها تأجيل رد ديونها بالاتفاق مع الدائنين دون أى مخاطرة.

الإدارة المعاصرة للسيولة

كما سبق يتضح أن إدارة السيولة يجب أن تكون من محاور الاهتمام الرئيسية فى البنوك فالسيولة الملائمة من الأصول المصرفية السليمة. بالإضافة إلى أن معظم التشريعات فى العالم تنص على حد أدنى من متطلبات السيولة.

وبناء على ما تقدم فإن على الإدارة الحديثة فى البنوك التجارية القيام بإدارة السيولة من منظورين هما :

أولاً - من منظور توفير المتطلبات الشرعية المصرفية وهى :

١- نسبة الاحتياطى القانونى.

٢- نسبة السيولة القانونية.

ثانياً - من منظور توفير السيولة التشغيلية للبنك فى ظل الظروف والأوضاع السابق الإشارة إليها.

وسوف نتعرض لكل منها بالتفصيل فيما يلى :

أولاً - المتطلبات التشريعية المصرفية :

١- نسبة الإحتياطى القانونى :

الزم قانون البنوك والائتمان رقم ١٦٣ لسنة ١٩٥٧ البنوك التجارية بأن تحتفظ لدى البنك المركزى وبدون قوائد برصيد دائن بنسبة معينة مما لديها من الودائع بعينها البنك المركزى ونص القانون أيضاً على أنه إذا جاوز العجز ٥٪ مما يجب أن يكون عليه الرصيد أو إذا استمر العجز لمدة تجاوز شهراً جاز لمجلس إدارة البنك المركزى أن يفرض على البنك التجارى عدم إعطاء قروض جديدة حتى يتم استيفاء النقص.

وبناء على ذلك تمثل نسبة الاحتياطي القانوني تلك النسبة من ودائع البنوك التي تحتفظ بها لدى البنك المركزي وبدون فائدة تطبيقاً للقانون ، وتحتسب نسبة الاحتياطي القانوني كما يلي :

$$\text{نسبة الاحتياطي القانوني} = \frac{\text{أرصدة لدى البنك المركزي}}{\text{الودائع بالعملة المصرية}}$$

فإذا كانت نسبة الاحتياطي القانوني المفروضة من البنك المركزي ٢٠ ٪ ، فإن البنك الذي لديه ودائع قدرها ١٠٠٠٠٠٠ جنيه يجب أن يحتفظ بمخزائنه ولدى البنك المركزي بمبلغ ٢٠٠٠٠٠ جنيه بدون فوائد.

وتجدر الإشارة إلى أن استيفاء الاحتياطي القانوني لدى البنك المركزي يحتاج إلى إدارة إذ أن هناك عمليات مستمرة تؤدي إلى تغير رصيد البنك التجاري لدى البنك المركزي بالزيادة أو النقص بالإضافة إلى التقلبات في قيمة الودائع.

٢- نسبة السيولة القانونية :

خول قانون البنوك والائتمان البنك المركزي سلطة وضع قواعد في مجال الرقابة على البنوك عموماً ، وفي مجال السيولة يقوم البنك المركزي بتحديد نسبة ونوع الأموال السائلة التي يجب أن تحتفظ بها البنوك التجارية أخذاً في الاعتبار الالتزامات الواجبة الأداء خلال فترة قصيرة أو عند الطلب.

وقد وافق مجلس إدارة البنك المركزي بجلسته المنعقدة في ٢٠ ديسمبر ١٩٩٠ على تحديد نسبة السيولة التي تخضع لها البنوك التجارية وكذا اخضاع بنوك الاستثمار والأعمال (شاملة فروع البنوك الأجنبية) لذات الضوابط المنظمة للنسبة. وذلك وفقاً للمكونات الآتية :

نسبة السيولة بالجنيه المصري :

مكونات البسط :

- (أ) نقدية.
 - (ب) الفالض في الأرصدة الاحتياطية لدى البنك المركزي عن متطلبات الحد الأدنى لنسبة الاحتياطي.
 - (ج) شيكات وحوالات وكوبونات أوراق مالية تحت التحصيل.
 - (د) أدون على الخزنة.
 - (هـ) أوراق الحكومة المصرية القابلة للتداول مع البنك المركزي.
 - (و) أوراق تجارية مضمومة تستحق الدفع خلال ٣ شهور وتحمل توقيعين تجاريين على الأقل.
 - (ز) صافي المستحق على البنوك في مصر (بعد إجراء المقاصة بين المبالغ المستحقة على البنوك في مصر والمبالغ المستحقة لها).
- ويستبعد من بسط النسبة القروض التي يحصل عليها البنك بضمان الأصول السائلة.

مكونات المقام :

- (أ) شيكات وحوالات وخطابات اعتماد دورية مستحقة الدفع.
- (ب) صافي المستحق على البنوك في مصر (بعد إجراء المقاصة بين إجمالي المبالغ المستحقة على البنوك في مصر والمبالغ المستحقة لها).
- (ج) المستحق للبنوك في الخارج.
- (د) ودائع العملاء.
- (هـ) ٥٠٪ من القيمة غير المغطاة نقداً من خطابات الضمان المصدرة ، (لا تتضمن القيمة غير المغطاة نقداً من خطابات الضمان الابتدائية وتلك المكفولة من بنوك الدرجة الأولى بالخارج وفي حالة قيام أحد البنوك بإصدار خطاب ضمان نهائي

بناءً على طلب بنك آخر وبكفالة تدرج القيمة غير المغطاة نقداً من هذا الخطاب في مقام نسبة السيولة الخاصة بكل من البنكين).

نسبة السيولة بالعملات الأجنبية :

مكونات البسط :

- (أ) ذهب ونقدية.
- (ب) أرصدة لدى البنك المركزي (لا تتضمن الإيداعات في إطار نسبة الـ ١٥٪ من الدائع بالعملات الأجنبية وكذا نسبة الـ ٣٪ الخاصة بالسوق المصرفية الحرة).
- (ج) شيكات وحوالات وكوبونات أوراق مالية تحت التحصيل.
- (د) أوراق تجارية مضمونة تستحق الدفع خلال ٣ شهور وتحمل توقيعين تجاريين على الأقل.

- (هـ) صافي المستحق على البنوك في مصر (بعد إجراء المقاصة بين إجمالي المبالغ المستحقة على البنوك في مصر والمبالغ المستحقة لها).
- (و) أرصدة لدى البنوك في الخارج.

مكونات المقام :

- (أ) شيكات وحوالات وخطابات اعتماد دورية مستحقة الدفع.
- (ب) صافي المستحق للبنوك في مصر (بعد إجراء المقاصة بين إجمالي المبالغ المستحقة على البنوك في مصر والمبالغ المستحقة لها).
- (ج) المستحق للبنوك في الخارج.
- (د) ودائع العملاء.

- (هـ) ٥٠٪ من القيمة غير المغطاة نقداً من خطابات الضمان المصدرة ، (لا تتضمن القيمة غير المغطاة نقداً من خطابات الضمان الابتدائية وتلك المكفولة من بنوك الدرجة الأولى بالخارج وفي حالة قيام أحد البنوك بإصدار خطاب ضمان نهائي بناءً على طلب بنك آخر وبكفالة تدرج القيمة غير المغطاة نقداً من هذا

الخطاب في مقام نسبة السيولة الخاصة بكل من البنكين).

- ٢- تحسب النسبة على أساس المتوسط اليومي لأيام العمل الفعلية خلال الشهر.
- ٣- يتعين على البنوك التي تنخفض لديها نسبة السيولة بالجنيه المصرى عن الحد الأدنى المقرر أن تظهر بياناتها في الشهور التالية اتجاهاً تصاعدياً.
- وفي حالة عدم الالتزام بالاتجاه التصاعدي للنسبة ينظر في توقيع جزاء على البنك.

٤- إذا لم يلتزم أى من البنوك بالحد الأدنى المقرر لنسبة السيولة سواء بالجنيه المصرى أو بالعملات الأجنبية وفقاً للترتيب المتقدم ، يجوز لمجلس إدارة البنك المركزى توقيع أى من الجزاءات المنصوص عليها في قانون البنوك والائتمان.

ثانياً - توفير السيولة التشغيلية للبنك :

قبل التعرض للوسائل المعاصرة لإدارة السيولة لتوفير المتطلبات التشغيلية يجب التعرف على بعض النقاط الهامة هي :

(أ) أهداف إدارة السيولة.

(ب) الاعتبارات الواجب أخذها في الاعتبار عند إدارة السيولة.

(أ) أهداف إدارة السيولة :

أن إدارة البنك تستهدف عند إدارتها للسيولة تحقيق ما يلي :

- ١- توفير نسبة الاحتياطى القانونى ونسبة السيولة القانونية وذلك استجابة لقانون تنظيم البنوك والائتمان في مصر وإلا تعرض للعقوبات من جانب البنك المركزى المصرى والتي تصل إلى حد منع البنك من التوسع في التوظيف بمنح قروض جديدة حتى تستوفى النسبة المطلوبة.

- ٢- إشباع حاجات الإقراض وتذليلات الودائع وذلك سواء كانت حاجات الإقراض موسمية أو غير متوقعة ، أو كانت الودائع غير مستقرة ومتقلبة.
 - ٣- اقتناص الفرص المربحة غير المتوقعة والتي تسنح بشكل فجائي ودون توقعات مسبقة ، وبالتالي يتطلب الأمر ضرورة توافر السيولة الكافية لاستغلالها سواء كان ذلك من خلال حاجة عميل البنك إلى قروض ، أو من خلال فرص استثمارية مواتية تحتاج إلى تمويل فوري.
 - ٤- مواجهة الظروف الطارئة غير المتوقعة وغير الواردة في الخطة ، حيث نجد أنه رغم وجود خطط للسيولة إلا أن البنك قد يواجه بظروف طارئة تدعو إلى وجود تدفقات نقدية خارجة ، مثلما هو الحال عند وقوع اضطراب أو تصفية نشاط هام في المنطقة التي يعمل فيها البنك.
 - ٥- تمويل النمو في الأصول في ظل الحالات المتوقعة دون قيود أو عوائق ناتجة عن الاقتدار إلى الأموال.
- (ب) الاعتبارات الواجب أخذها في الاعتبار عند إدارة السيولة :
- ١- تحديد مصادر الأموال ومصادر الطلب عليها في البنك التجاري :
- إذ أن أموال البنك التجاري تأتي من كل أو بعض المصادر الآتية :
- الأموال المقدمة من أصحاب البنك عند التأسيس ، وأية إضافة أخرى في شكل زيادة رأس المال أو في شكل أرباح محتجزة غير موزعة ، أو في شكل احتياطات عامة.
 - الودائع الجارية في شكل حسابات جارية مفتوحة مع حق السحب منها في أي وقت بدفاتر شيكات.
 - ودائع التوفير بموجب دفاتر توفير ولا يعطى لأصحابها دفاتر شيكات.
 - الودائع لأجل مع تحديد المدة (شهر ، ثمان ، ثلاثة ، سنة ، ... إلخ) ومع تحديد فائدة مسبقاً أو جعل الفائدة "معمومة" "متغيرة".

- الأرصدة المستحقة للبنوك من خلال المعاملات اليومية ومتطلبات غرفة المقاصة.
- أى أرصدة دائنة أخرى.
- وتحتل مصادر الأموال هذه - من منظور الميزانية - خصوم البنك وحق الملكية.
- وعلى الجانب الآخر من الميزانية توجد النقدية والأرصدة لدى البنوك ولدى البنك المركزي والقروض والسلفيات والاستثمارات فى الأوراق المالية.
- ٢- تحديد التدفقات النقدية فى البنك التجارى (مصادر الطلب على الأموال) :
- إن المسئولية الأولى فى إدارة هذه الأموال هى توفير "درجة ملائمة" من السيولة ، وذلك لمقابلة الاحتياجات الآتية :
- الطلبات العادية والفجائية لأصحاب الودائع الجارية (تحت الطلب).
- الطلبات العادية والفجائية لأصحاب ودائع التوفير ، ولو أنه يمكن الافتراض مبدئياً بأن هذا النوع من الودائع أكثر استقراراً من ناحية نظرية بحتة.
- طلبات الودائع لأجل عند استحقاقها أو الطلبات الفجائية بفك ودائع (أى بإلغاء تجميدها إن كان ذلك جائزاً).
- ٣- التعرف على مداخل التعارض بين السيولة والأهداف الأخرى :
- ليس غريباً إذن أن تفكر إدارة كل بنك فى إدارة الأصول والخصوم من أجل تحقيق توازن أمثل بين الربحية والسيولة ، ويتم ذلك باستخدام مناهج مختلفة لإدارة الأصول والخصوم.

الوسائل المعاصرة لإدارة السيولة

كان من نتيجة الدراسات المختلفة المتعلقة بالسيولة والدراسات المتعلقة بالمقاييس الحديثة المستخدمة لقياس قدره البنك على مقابلة طلبات أصحاب الودائع والقروض أو مقابلة التزامات البنك في مواعيد استحقاقها دون تأخير ، أنه يمكن تحديد أهم الوسائل المعاصرة لإدارة السيولة في البنوك فيما يلي :

أولاً - إدارة الأصول لمقابلة احتياجات السيولة.

ثانياً - إدارة الإلتزامات لمقابلة احتياجات السيولة.

وفيما يلي عرض موجز لهاتين الوسيلتين :

أولاً - إدارة الأصول لمقابلة احتياجات السيولة :

ويتم ذلك عن طريق تسييل الأصول السائلة التي يمتلكها البنك. وتعرف الأصول السائلة بأنها الأصول السهلة التحويل إلى نقدية بسرعة وبسهولة وبدون خسائر وقت الحاجة إليها. وهذه الأصول عبارة عن :

١- النقدية بالخرزينة.

٢- الودائع لدى البنوك المركزية.

٣- الأرصدة لدى البنوك الأخرى والمراسلين.

٤- الأرصدة النقدية تحت التحصيل.

٥- الأصول الأخرى السائلة.

ويحتفظ البنك بأنواع مختلفة من الأصول لأغراض مختلفة فالأصول التي يحتفظ بها في حساب السيولة يتوقع أن تدر عائد للبنك ولكن الوظيفة الأساسية أو الأولية لها هي تحويلها لنقدية بسرعة وبدون خسائر أو تحمل قدر معقول من الخسائر عند الحاجة إلى ذلك. وبذلك يمكن القول بأن الحسابات السائلة لا يحتفظ بها من أجل بقاءها ساكنة بنفس الحجم تقريباً خلال فترة معينة من الزمن ولكن يحتفظ بها ومتوقع انخفاض وارتفاع قيمتها طبقاً للحاجة إليها ، وفي هذه الوسيلة يعتمد البنك على

تسهيل تلك الأصول وقت الحاجة إليها لاستيفاء متطلبات السيولة.
خصائص الأصول السائلة :

من أجل أن تكون هذه الأصول قابلة للتحويل لنقدية بسهولة وبدون خسائر
يجب أن تكون الأصول السائلة :

- ذات أجل استحقاق قصير.
- أن تكون قابلة للتسويق (قابلة للتداول في السوق النقدي).
- ذات جودة مرتفعة بمعنى أن يتوافر فيها الأمان.
- يحتفظ بها وتستخدم لأغراض السيولة.

ثانياً - إدارة الإلتزامات لمقابلة احتياجات السيولة :

يمكن القول بأن البنك يمكنه الحصول على الأموال لإستخدامها في التوسع
في القروض أو مقابلة سحب الودائع عن طريق إدارة الإلتزامات ، وذلك عن طريق
الحصول على إلتزامات إضافية أى أموال من الغير ، ويمكن ذلك عن طريق إصدار
شهادات إيداع قابلة للتداول ، مفضلاً ذلك عن بيع أذون الخزانة أو بعض الأصول
الأخرى. وهى قتل الطريقة الثانية من الوسائل المعاصرة لإدارة السيولة.

وتعتمد استراتيجية البنك التجارى المستخدمة فى توفير السيولة عن طريق
هذه الإستراتيجيات على عاملين أساسيين :

- التكاليف النسبية التى تحويها كل استراتيجية.
- اعتبارات المخاطر التى تحويها كل استراتيجية.

وهنا يظهر تساؤل مؤداه : متى يكون من المناسب استخدام الطريقة الثانية
أى طريقة إدارة الإلتزامات لمقابلة احتياجات السيولة ؟ بمعنى متى يكون من المناسب
إصدار التزامات قصيرة الأجل مثل شهادات الإيداع لمقابلة متطلبات السيولة بدلاً
من تسهيل أصول البنك ؟

وبناء على التساؤل السابق ، يمكن القول بأن هناك خمس حالات يمكن

اللدء ففها لإصدار الإلتزامات قصيرة الأجل لاستفءاء متطلبات السفولة وهذه الحالات هف :

١- عئءما فكون هامش أسعار الفائدة السائءة فف السوق النقءف مناسف ومرضى :
فعاءة تلجأ بعض البنوك العاملة فف السوق النقءف فف الولافاء المئءءة إلف فنففء بعض القروض الففارة فواسطة الأموال الففءرالفة (المركزة). وئزءاء ففمة هذه القروض المنفءة فواسطة هذه البنوك عئءما فكون هامش سعر الفائدة الناتج مرضف وففقلص حجم هذه القروض إءا كان الهامش عفر مرضف.

٢- عئءما فكون أرباح المئافرة فف الأوراق المالفة مضمونة : وفف هذه الحالة فئقق جزء لفس بالقلفل من الأرباح نففة ءوران وزفاءة الأسعار علف الأوراق المالفة المباعة فإءا أءت هذه الزفاءة فف ءوران الأوراق المالفة وإرفاف أسعارها بمفئ جاوزت فكلفة الفصول علف الأموال المسئءمة فف شراء هذه الأوراق المالفة فكون هذا النشاط قء فقفق الهءف منه.

٣- عئءما فسئءم الأموال المشراة أو المقرضة لفنفء قرض معفن بءاته لفققف هءف مءءء : فالقرض الءف فنفء فمول فواسطة إصدار الفزام مئزام معه ومئساوى معه فف الحجم والاستحقاق ومءفء الفائدة علف القرض فاضافة هامش مءءء (هامش ربح) إلف سعر الفائدة علف هذا الإلفزام. وعئءما فففن مفعاء اسئحقاق القرض والإلفزام لا فكون هناك مشكلة بالنسبة للسفولة طالما أن اسئحقاق القرض فمء البنك بسفولة مقابلة لسءاء ففمة الإلفزام. وإءا جءء القرض فلفست هناك مشكلة طالما أن نفس الإفراءاء سوف فعاء وهذا المنهف لا فمكن اسئءءامه بفعالفة ءون أن فئلازم القرض والإلفزام فف ضوء أسعار الفائدة والففمة والإسئحقاق.

٤- الأسباب الفكفكفة أو الفنففءفة : فعئء إءارة الموقف النقءف العاءف قء فكون هناك حاجة لإصدار بعض الإلفزاماء لففففظ البنك بقءمه فف السوق أو كءلك

لأسباب تخطيطية ولكن في هذه الحالة يجب أن يكون تأثير هذا الإجراء على مركز البنك المالي وإيراداته أقل ما يمكن.

٥- عند استنفاد سيولة الأصول : بالرغم من سيولة الإلتزامات فإن تكلفتها تكون عادة أعلى من تكلفة سيولة الأصول ، إلا أن استنفاد سيولة الأصول مع استمرار الطلب على القروض بشكل قوى بعد الاحتفاظ بالحد الأدنى المطلوب من الأصول السائلة يؤدي إلى أن يكون هذا التوقيت هو أنسب توقيت لاستخدام الأموال المشتراة أو المقرضة لتمويل هذه القروض حتى لو بتكلفة أعلى فهذا أفضل للبنك من فقدان عملاء.

pdfelement

المبحث الثاني

الربحية Profitability

تمهيد :

يتبلور الهدف الرئيسي لأى وحدة اقتصادية فى استخدام الموارد المتاحة لها بحيث تتحقق الكفاية الإنتاجية القصوى ، والمقصود بتحقيق الكفاية الإنتاجية القصوى هو استخدام الطاقات الموجودة والمتاحة بحيث يمكن زيادة الإنتاج إلى أقصى درجة ممكنة مع المحافظة على جودته بخفض التكاليف إلى أدنى حد ممكن سواء كان هذا الإنتاج عبارة عن إنتاج عمنى أو خدمى.

ولاشك أن تحقيق أقصى درجات الكفاية ينعكس أثره على أرباح المشروع باستثناء المشروعات التى لا تعمل بهدف الربح مثل أجهزة الخدمات العامة كالمدارس والجامعات ... الخ ولا يفهم من ذلك أن هدف الربح فى الوحدات الاقتصادية هو الهدف الوحيد فهناك أهداف أخرى بجانبه تتوقف على نوعية الوحدة الاقتصادية والهدف والإستراتيجية التى أنشأت من أجله.

ويرى البعض أن البنوك التجارية يجب أن تهدف كأى منشأة أعمال إلى تحقيق أكبر قدر من الأرباح أى تعظيم الأرباح ، بينما يرى البعض الآخر أن البنوك مؤسسات خدمات للاقتصاد القومى ، وبالتالي يجب ألا تحقق أرباحاً ، ويرى فريق ثالث ضرورة أن يهدف البنك إلى تحقيق أرباح على أساس أن للربح وظائف اقتصادية وأنه من الضروري إحداث توازن بين الربح على إعتبار أنه له وظيفة اقتصادية وبين السيولة وهى محور إهتمام أصحاب الودائع ذلك أن هناك تعارض بين هدف الربح وهدف السيولة.

وتشتمل إدارة أموال البنك أكثر من الحصول على السيولة المناسبة فهى تختص أيضاً بربحية البنك فإدارة الأموال فى البنك تتطلب الاحتفاظ بمحافظ أصول تكون قادرة على توليد داخل أكبر من تكلفة الأموال المستخدمة فى اقتناء الأصول

وهذه المسئولية تتطلب وجوب أن تتخذ القرارات المتعلقة بإدارة الأموال في ضوء حجم وتخطيط وقيم وتسعير الأصول الإبرادية في البنك ، وطالما اتخذت هذه القرارات فإن الأرباح بدون شك يمكن أن تتأثر بدرجة كبيرة بحالة أسعار الفائدة.

وتتناول إدارة الأصول والخصوم في البنوك التجارية كخطوة أولى التنبؤ وتقدير مصادر الأموال في البنك وكذلك تقدير كمية وحجم مصادر الأموال المتوقع تدفقها داخل كل فئة من فئات الأصول وكذلك التنبؤ وتقدير الدخل أو العوائد المتوقعة والمصروفات أو التكاليف المتوقعة في البنك.

وتعتبر المصادر الرئيسية للأموال في البنك كما سبق أن ذكرنا هي الأنواع المختلفة من الودائع ورأس مال البنك. واعتماداً على هيكل مصادر الأموال في البنك وسلوك الأنواع المختلفة من الودائع والحاجة إلى السيولة واحتياجات المجتمع من الائتمان تتحول مصادر الأموال المتوقعة وتخصص إلى الفئات المختلفة من الأصول المتوقع اقتنائها بواسطة البنك خلال الفترة محل الدراسة.

وتتمثل الأنواع الرئيسية من الأصول في الأصول النقدية ومثيلاتها والأصول الإبرادية والتي تحتوى على الأنواع المختلفة من القروض والاستثمارات وكذلك الأصول الثابتة.

وتتبلور مصادر الدخل الرئيسية في البنك في الدخل العائد من القروض (الفوائد على القروض الممنوحة من البنك) والدخل العائد من الأوراق المالية المملوكة للبنك والدخل العائد من الخدمات المصرفية التي يقدمها البنك. بينما تتمثل المكونات الرئيسية لمصروفات البنك في مصروفات التشغيل التي تشمل الأجور والمرتبات والعمولات والفوائد على المدخرات والودائع الآجلة والمصروفات المتعلقة بالممتلكات وبعض مصروفات التشغيل الأخرى مثل مصروفات الدعاية والإعلان... الخ.

ولدراسة إدارة الربحية في البنوك التجارية تجدر الإشارة إلى :

أولاً - إدارة الربحية في ظل المفهوم الحديث لإدارة الأصول والخصوم في البنوك.
ثانياً - مقاييس الربحية.

أولاً - إدارة الربحية في ظل المفهوم الحديث لإدارة الأصول والخصوم في البنوك :

تدار الربحية في ظل المفهوم الحديث لإدارة الأصول والخصوم من خلال إدارة هامش سعر الفائدة. وهنا يجب التعرض لبعض المفاهيم قبل تناول إدارة الربحية في ظل المفهوم المعاصر.

١- هامش سعر الفائدة :

يحدد هامش سعر الفائدة بأنه الفرق بين عائد البنك من الفوائد بعد الضرائب ومصروفات الفوائد مقسوماً على حجم الأصول الإيرادية.

٢- انتشار سعر الفائدة :

هو عبارة عن الفرق بين معدل الإيرادات من الفوائد ومعدل مصروفات الفوائد ويحدد كالآتي :

- انتشار سعر الفائدة = العائد بعد الضرائب إلى إجمالي الأصول الإيرادية ----- (١)
- مطروحاً منه تكلفة الفوائد إلى إجمالي الالتزامات ذات الفوائد ----- (٢)

حيث (١) تمثل :

$$\text{معدل العائد على الأصول الإيرادية} = \frac{\text{العائد من الفوائد بعد الضرائب (الفوائد المحصلة)}}{\text{الأصول الإيرادية}}$$

(٢) تمثل :

$$\text{تكلفة الأموال} = \frac{\text{المصروفات المتعلقة بالفوائد (الفوائد المدفوعة)}}{\text{الالتزامات ذات الفوائد (الودائع)}}$$

وفي ظل الإدارة المعاصرة يعتبر هامش سعر الفائدة من أهم مكونات عناصر تقييم أداء البنك من ناحية الربحية ، فيجب أن يولد هامش سعر الفائدة دخلاً كافي لتغطية احتياطي خسائر القروض والحد الأقصى للأعباء الثابتة في البنك Net Overhead Burden ، وكذلك تحقيق أهداف الربحية الخاصة بالبنك.

إدارة الربحية ،

وبعد العرض السابق لتلك المفاهيم نصل إلى خطوات إدارة الربحية في البنوك
في ظل المفهوم الحديث وتشمل الخطوات الآتية :

- ١- إدارة هامش الربح المتعلق بسعر الفائدة Net Interest Margin.
- ٢- إدارة هامش الربح غير المتعلق بسعر الفائدة Non-Interest Margin.
- ١- إدارة هامش الربح المتعلق بسعر الفائدة :

يستند مفهوم إدارة هامش الربح المتعلق بسعر الفائدة على الحقيقة القائلة بأن
أسعار الفائدة على بعض الأصول وبعض الخصوم تكون حساسة للتغيرات في أسعار
الفائدة السائدة في السوق ، بينما هناك بعض الأصول والخصوم غير الحساسة
للتقلبات في أسعار الفائدة ، وهذه الخاصية مرتبطة بتواريخ استحقاق الأصول
والخصوم.

وتعتبر الأصول القصيرة الأجل أصولاً حساسة لسعر الفائدة طالما سوف يعاد
استثمار هذه الأموال في تاريخ استحقاقها بأسعار الفائدة السائدة في السوق في هذا
الوقت ، وينطبق هذا المفهوم على الأوراق المالية الحكومية والأوراق التجارية
والقروض بأنواعها وتعتبر أيضاً معظم الالتزامات القصيرة الأجل حساسة لسعر
الفائدة.

وتجدر الإشارة إلى أنه إذا قام البنك بإدارة حساسية سعر الفائدة بدقة أو كما
ينبغي ، يمكنه تحقيق مستوى أرباح مستقر ، ولكن لا يجب أيضاً إغفال الحقيقة القائلة
بأن البنك لا يهدف فقط إلى تحقيق ربحية مستقرة بل يجب أن يهدف أيضاً إلى تحقيق
مستويات مرتفعة من الأرباح.

وهنا يجب على البنك توجيه اهتمامه نحو مستويات الفوائد المرتبطة بأصوله
وخصومه وليس فقط حساسية سعر الفائدة فالأصول ذات الفائدة الثابتة أو المحددة
Fixed التي تغل ١٥٪ تخدم ربحية البنك أكثر من الأصول ذات الفائدة الثابتة

والمساوية لها في مستوى المخاطرة وتصل ٨٪ فقط.

وإدارة هامش : تتطلب من الشخص القائم بالتخطيط أن يقوم بتسعير الأصول والخصوم في ضوء أسعار الفائدة السائدة في هذا التوقيت بحيث تكفل ربحية مناسبة للبنك وذلك في ظل أوضاع مختلفة أو توقعات مختلفة لأسعار الفائدة. ويتطلب التخطيط هامش سعر فائدة مرضى وجود نظام كامل من التنبؤات المختلفة وذلك لتقدير العوائد المتوقعة على الفئات المختلفة من الأصول الإيرادية (المنتجة للدخل) في ضوء التكلفة المتوقعة لكل منهم ، ويجب أن تمتد سياسة التسعير في البنك القائمين على تخطيط الربحية بهامش مناسب لكل فئة من فئات الأصول بالمقارنة بمصادر تمويلها.

وبناء على ما تقدم تستخدم المعادلات الآتية عند تقدير هامش الأرباح المتعلق بأسعار الفائدة.

$$\begin{aligned}
 & \text{١- هامش سعر الفائدة} = \frac{\text{الفوائد المحصلة - الفوائد المدفوعة}}{\text{إجمالي الأصول الإيرادية (القروض بأنواعها + الاستثمارات)}} \\
 & \text{٢- انتشار سعر الفائدة} = \text{معدل العائد على الأصول الإيرادية مطروحاً منه تكلفة الأموال} \\
 & \text{حيث أن معدل العائد على الأصول الإيرادية} = \frac{\text{العائد من الفوائد (الفوائد المحصلة)}}{\text{الأصول الإيرادية}} \\
 & \text{وتكلفة الأموال} = \frac{\text{المصروفات المتعلقة بالفوائد (الفوائد المدفوعة)}}{\text{الالتزامات ذات الفوائد (الودائع)}}
 \end{aligned}$$

٢- إدارة هامش الربح غير المتعلق بسعر الفائدة :

يحدد صافي هامش الربح غير المتعلق بالفوائد بأنه الفرق بين الدخل الغير متعلق بالفوائد في البنك ومصروفات التشغيل الغير متعلقة بالفوائد ما عدا الاحتياطي ضد خسائر القروض مقسوماً على متوسط إجمالي الأصول.

وبما أن هناك عدد قليل من البنوك يحقق دخل غير متعلق بالفائدة يزيد على المصروفات الغير متعلقة بالفوائد فإن هامش صافي الربح الغير متعلق بالفوائد يعتبر رقم سلبى ويعرف بأنه صافى الحد الأقصى للأعباء الثابتة ، وخلال السنوات الحالية ومع ازدياد الأعباء الثابتة عن صافى هامش سعر الفائدة قامت معظم البنوك ببعض

الإجراءات والجهود المكثفة لتخفيف الحد الأقصى للأعباء الثابتة وذلك لتحسين الإيرادات.

ومن ناحية الدخل الغير متعلق بالفوائد قامت البنوك برفع قيمة المصروفات المحصلة على الخدمات المصرفية وزيادة قائمة العمولات وتمت إدارة الربحية في هذه البنوك بحيث ترتفع نسبة عمولاتها المحصلة بالنسبة لدخل البنك سواء المتعلق بالفوائد أو الغير متعلق بالفوائد. وقامت هذه البنوك بمحاولات عديدة لتحسين إنتاجية موظفيها وأعمالها والرقابة على مصروفات التشغيل الأخرى. ومع ذلك لم تنجح هذه البنوك في إبطاء معدل النمو في المصروفات الغير متعلقة بالفوائد مثلما نجحت في زيادة الدخل المتولد من العمولات.

ويمكن استخدام المعادلة الآتية في تقدير هامش الربح الغير متعلق بالفوائد والمسمى بصافي الأعباء الثابتة :

$$\text{صافي الأعباء الثابتة} = \frac{\text{عائد الخدمات المصرفية وأى إيرادات أخرى - المصروفات العمومية إجمالاً}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وفي نهاية هذا الجزء يمكن تلخيص خطوات تخطيط الربحية في الخطوات

الآتية :

- ١- تقدير البنود المختلفة من الأصول الإيرادية والإلتزامات ذات الفوائد.
- ٢- تقدير الإيرادات والمصروفات المتعلقة بكل زوج من الأصول والخصوم.
- ٣- تحديد هامش سعر الفائدة بالنسبة لكل زوج من الأصول والخصوم.
- ٤- تقدير الدخل الغير متعلق بالفوائد والمصروفات الغير متعلقة بالفوائد لحساب هامش الربح غير المتعلق بالفوائد.

وجدير بالذكر بأن هناك أساليب وطرق مختلفة يمكن لأى بنك الاستعانة بها في إدارة هامش سعر الفائدة إذا لم تتوافر لديه الكفاءات اللازمة لذلك ، فهناك المراكز المتخصصة في إجراء الدراسات المتعلقة بإدارة هامش سعر الفائدة وإدارة الربحية في البنوك.

ثانياً - مقاييس الربحية :

وتشمل خطة الربحية كما سبق أن ذكرنا إدارة هامش الربح المتعلق بسعر الفائدة وهو المصدر الرئيسى للأرباح فى البنك وكذلك تشمل إدارة الإيرادات والمصروفات الغير متعلقة بالفوائد ، وتتركز أغراض خطة الربحية فى تحقيق مستوى ربحية مرضى ومتوازن مع النمو والمسئولة واعتبارات التمويل فى البنك.

ويجب أن يساعد تخطيط الربحية الجيد على تجنب التقلبات الحادة فى ربحية البنك فقد تتسبب الأحداث المفاجئة والتي لا تخضع لرقابة البنك فى ظهور نتائج قصيرة الأجل تختلف عما هو متوقع ويتم ذلك عن طريق.

- توقع حالات مستقبلية بديلة.

- تنسيق استخدامات ومصادر أموال البنك.

- رقابة الأداء فى البنك ومتابعة الخطة.

وهناك العديد من الطرق التى تستخدم فى قياس الربحية فى البنوك التجارية ، ولكننا سوف نقوم باستخدام المعدلات المالية الآتية لقياس الربحية فى تلك المرحلة :

١- معدل العائد على حق الملكية :

ويتم التوصل إلى هذا المعدل بقسمة صافى الربح عن العام المنتهى على حق الملكية وحق الملكية يساوى :

رأس المال + الاحتياطيات + الأرباح غير الموزعة

ويجب عند استخراج هذا المعدل القيام بتعديل حق الملكية الظاهر فى الميزانية فى ضوء وضع الأرباح ، فحق الملكية بعد التعديل يعنى القيمة الحقيقية للأموال المملوكة التى اشتركت فى التشغيل خلال العام. وهنا يظهر سؤال مؤداه ما هو حق الملكية الواجب أخذه فى الاعتبار ؟

هل هو حق الملكية الظاهر فى الميزانية فى نهاية الفترة وهو يشتمل على كل أرباح العام المنتهى ؟ أم أنه يجب طرح رقم الأرباح عن العام المنتهى بالكامل من حق

الملكية على اعتبار أنها تحققت في نهاية العام ولم تشارك في التشغيل بالكامل.
 أم من المنطقي أن نعتبر أن نصف الأرباح المحققة اشترك في التشغيل والنصف الآخر لم يشارك في التشغيل ؟
 وينظره موضوعية يعضح أن الوضع الأخير هو الأقرب إلى المطلق وبذلك يمكن القول أن :

$$1- \text{ معدل العائد على حق الملكية } \% = \frac{\text{صافي الربح (أرباح العام المنتهى)}}{\text{حق الملكية} + \text{أو} - \frac{1}{2} \text{ أرباح العام المنتهى}}$$

$$2- \text{ معدل العائد على الأصول } \% = \frac{\text{صافي الربح (أرباح العام المنتهى)}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

ويقاس هذا المعدل درجات الفعالية في استخدام الأصول ، والمؤثر الرئيسى في هذا المعدل هو قيمة وخليط الأصول وكل بنود الإيرادات والمصروفات في البنك.

$$3- \text{ معدل التوزيعات المدفوعة } \% = \frac{\text{صافي الربح (أرباح العام المنتهى)}}{\text{إجمالي التوزيعات}}$$

وهو عبارة عن نسبة الأرباح المدفوعة من صافي الربح لأصحاب الأسهم.
 وتحدد نسبة التوزيعات بواسطة مجلس الإدارة. والمؤثرات الرئيسية في معدل توزيعات الأرباح هي سياسة توزيع الأرباح التي تتحدد بدورها بناء على معدل نمو البنك وعلى ربحية وموقف رأس المال في البنك ومدى الحاجة إلى تدعيمه.

$$4- \text{ معدل العائد على إجمالي الموارد المتاحة } = \frac{\text{صافي الربح (أرباح العام المنتهى)}}{(\text{حق الملكية المعدل}) + \text{الودائع}}$$

ويقاس هذا المعدل ربحية الأموال المتاحة للتوظيف في البنك وتشمل الودائع وحق الملكية. ولا تعتبر الأرصدة المستحقة للبنوك ولا الخصوم الأخرى من الأموال المتاحة للتوظيف ولكنها توجد لمقابلة متطلبات التشغيل العادى بين البنوك وكذلك تنشأ نتيجة تصرفات إدارية معينة.

الفصل الثاني

البنوك غير التجارية

وتنقسم البنوك غير التجارية إلى البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال وبنوك الإيداع وستعرض لكل نوع من هذه الأنواع على التوالى :

أولاً - البنوك المتخصصة

توجد البنوك المتخصصة جنباً إلى جنب مع البنوك التجارية وهي البنوك التى تخصص فى توفير الائتمان متوسط وطويل الأجل ، ويطلق على هذه البنوك اسم البنوك المتخصصة نسبة إلى تخصص كل نوع منها فى خدمة قطاع اقتصادى معين مثل البنوك الصناعية التى تخصص فى خدمة النشاط الصناعى ، والبنوك الزراعية التى تخصص فى خدمة النشاط الزراعى ، وتتكون البنوك المتخصصة من ثلاثة أنواع هى:

- ١- البنوك الصناعية.
- ٢- البنوك العقارية.
- ٣- البنوك الزراعية.

وستعرض لكل نوع من هذه الأنواع بشئ من الإيجاز :

١- البنوك الصناعية : Industrial Banks

تنشأ البنوك الصناعية فى إطار خطط التنمية للتخصص فى تمويل القطاع الصناعى ، فالمشروعات الصناعية تحتاج إلى الائتمان للأغراض الآتية :

١- تمويل رأس المال العامل لدفع عوائد عوامل الإنتاج الموظفة فى المشروع وشراء المواد الخام ومستلزمات ومواجهة لفقات الدعاية والإعلان والتسويق والتخزين. وغير ذلك من مصروفات التشغيل ، وتحتاج المشروعات لمواجهة تلك الإحتياجات إلى إئتمان قصير الأجل لا يتجاوز أجله عام.

٢- تمويل التوسع فى نشاطها عن طريق زيادة الأصول الثابتة والمعدات الرأسمالية وغير ذلك من إحتياجات مالية لازمة لشراء الآلات الجديدة والمنشآت الإضافية. ولتحتاج المشروعات لمواجهة هذا النوع من الإحتياجات المالية إلى إئتمان متوسط وطويل الأجل تمتد أجاله إلى أكثر من خمس سنوات.

ولا تظهر هذه المشكلة عادة بالنسبة للمشروعات الصناعية الكبيرة التي يمكنها اللجوء إلى مصادر التمويل الذاتي حتى إذا ما نفذت هذه أقدمت على الإقراض من سوق رأس المال عن طريق إصدار السندات ، أو عن طريق زيادة رأس مالها بطرح أسهم جديدة للاكتتاب العام.

وتظهر مشكلات الائتمان الصناعي متوسط وطويل الأجل بوجه عام بالنسبة للمشروعات الصناعية المتوسطة والصغيرة التي لا تمكنها ظروفها من اللجوء إلى سوق رأس المال أو إلى عقد قروض مباشرة مع مؤسسات التمويل القائمة. وتزيد حدة هذه المشاكل في البلاد النامية حيث لا تكون المنشآت الصناعية على قدر مرضى من الكفاية والتنظيم.

وتنشأ البنوك الصناعية في مثل هذه الظروف لمقابلة طلب المشروعات الصناعية المتوسطة والصغيرة على الائتمان حيثما وجدت هذه المشروعات ، ويعتبر هذا هو الميدان الأساسي لنشاط البنوك الصناعية.

وظائف البنوك الصناعية :

يمكن القول بأن الوظيفة الأساسية للبنوك الصناعية هي تيسير الائتمان الصناعي متوسط وطويل الأجل في الدول المتقدمة ومقابلة الطلب على الائتمان الصناعي بكافة أشكاله في البلاد النامية. وفي ضوء ذلك يمكن تصور دور البنوك الصناعية المعاصرة فيما يلي :

- ١- المساهمة في رؤوس أموال المشروعات الصناعية المختلفة.
- ٢- تقديم القروض الطويلة والمتوسطة الأجل للمشروعات الصناعية الحديثة ، وكذلك تطوير وإقامة التوسعات في المشروعات القائمة.
- ٣- تقديم القروض لتمويل رأس المال العامل وعمليات التصدير وأوامر التوريد المحلية.
- ٤- تقديم كافة الخدمات المصرفية لقطاع الصناعة.

٥- تمويل المشروعات الإنتاجية في القطاعات ذات الأولوية والتي تساهم في زيادة الإنتاج في المجالات الحيوية.

٦- إعداد دراسات الجدوى الكاملة للمشروعات التي يمولها البنك.

٧- تقديم المعونة الفنية والمالية والإدارية للمشروعات الصغيرة من خلال خبراء متخصصين والأجهزة الحكومية المختصة والمساهمة في نفقات هذه الخدمات.

٨- العمل على تطوير وإدخال الأساليب الصناعية الحديثة.

٩- المساهمة في تدريب العمالة الفنية لعملائه بالتعاون مع الجهات المختصة وبإشراف الخبراء.

٢- البنوك العقارية : Real Estate & Mortgage Banks

يعتبر بنكاً عقارياً كل مؤسسة تخصص في تقديم الإئتمان بضمان رهون عقارية سواء كان ذلك في شكل أراضي زراعية أو للبناء أو عقارات مبنية بغض النظر عن الغرض الذي تستخدم فيه هذه التسهيلات الائتمانية ويتميز الإئتمان العقاري بطبيعة إجراءاته الطويلة التي تتضمن فحص الرهن وتقديم قيمته التسليفية وتحديد قيمة القروض وتسجيل الرهن وإشهاره ويكون هذا الإئتمان في شكل قروض متوسطة أو طويلة ولا يمكن أن يكون قصير الأجل بأي حال من الأحوال ويتراوح أجل القروض العقارية بين عشر سنوات وثلاثين سنة.

وتعمل البنوك العقارية إلى أن يكون جانب كبير من قروضها مركزاً في النوع الذي يقل أجله عن خمسة عشرة عاماً. إذ أنه يكفل معدل دوران أسرع لمواردها ويجنبها مخاطر الإئتمان التي ترتبط بالأجل الأطول كما يسمح لها بتغيير سياستها الائتمانية وفقاً للتغيرات التي تطرأ على الظروف الاقتصادية المحيطة.

والمشاهد أن البنوك العقارية تميل إلى احتجاز هامش أكبر بكثير مما تحتجزه البنوك التجارية من القيمة التسليفية للأصل المرتهن وأنها تعتمد على زيادة الهامش المحتجز كلما زادت أجل القرض سواء كان الأصل الضامن أرضاً أو عقارات عينية.

٢. البنوك الزراعية : Agricultural Banks

يحتاج القطاع الزراعى فى أى مجتمع إلى التسهيلات الائتمانية لمقابلة بعض المطالب الاستهلاكية من ناحية وبعض المطالب الإنتاجية من ناحية أخرى ويمكننا أن نوضح المطالب الائتمانية للقطاع الزراعى باختصار على النحو التالى :

١. الائتمان الاستهلاكى :

وهو عبارة عن الائتمان الذى يطلبه كبار ملاك الأرض لمقابلة نفقاتهم المظهرية التى تعتبر ظاهرة مميزة لهذه الطبقة فى الريف بوجه عام. والذى يطلبه كذلك صغار المزارعين والملاك والعمال الزراعيين لسد العجز فى دخولهم سواء كان هذا العجز ناجماً عن البطالة أو الآفات الزراعية أو الإلتزامات الإجتماعية كنفقات الزواج والمواسم وغيرها ، أو كان نتيجة للفترة الزمنية التى تفصل بين ميعاد التحصيل الدورى وبين مواعيت الانفاق الاستهلاكى وهى متجددة باستمرار.

٢. الائتمان الإنتاجى :

ويمكن تقسيم هذا النوع من الائتمان إلى ثلاث أنواع متميزة :

١/٢ الائتمان قصير الأجل :

ويتمثل فى قروض لا يتجاوز أجلها ١٨ شهراً ويستخدم هذا النوع فى مقابلة المدفوعات اللازمة لشراء البذور والسماذ ودفع أجور العمال وغير ذلك من النفقات الجارية التى تتطلبها العمليات الإنتاجية الزراعية.

٢/٢ الائتمان المتوسط الأجل :

ويتمثل فى قروض أجلها بين سنتين وخمس سنوات وتستخدم حصيلتها فى شراء المواشى والآلات والأدوات الزراعية الأخرى وكذلك تستخدم لمواجهة النفقات اللازمة لإجراء بعض التحسينات العقارية الثابتة.

٣/٢ الائتمان طويل الأجل :

ويتمثل هذا النوع من الائتمان فى قروض يزيد أجلها عن ٥ سنوات لمقابلة

التفقيات اللازمة للقيام بعمليات الري والصرف وإدخال التحسينات العقارية الأساسية وتشديد المباني اللازمة لأغراض الزراعة وتوسيع الرقعة المملوكة.

مصادر الأموال في البنوك المتخصصة :

تعتمد البنوك التجارية كما سبقت الإشارة في القيام بنشاطها اعتماداً يكاد يكون كاملاً على الودائع. أما البنوك المتخصصة فإلها على العكس من ذلك تعتمد على رؤوس أموالها وعلى ما يمكن أن تقترض من سوق رأس المال من قروض ، والواقع أن الوظيفة الأساسية للبنوك المتخصصة هي القيام بدور الوسيط بين سوق رأس المال وبين الراغبين في الاقتراض من المشروعات والأفراد.

ولا تؤدي زيادة التزاماتها لصالح الدائنين إلى زيادة وسائل الدفع كما يحدث عندما يزيد رقم الودائع لدى البنوك التجارية ، ولعل تفسير ذلك هو أن التزامات البنوك المتخصصة تأخذ عادة بالإضافة إلى التزاماتها قبل أصحاب المشروع (أى رأس المال والاحتياطي) شكل قروض طويلة الأجل حصلت عليها عن طريق إصدار السندات في السوق أو عن طريق الاقتراض من مؤسسات السوق المالية الأخرى كشرركات التأمين أو مؤسسات التمويل الأخرى الكبرى ، وفي بعض الأحيان عن طريق الاقتراض من البنوك التجارية لأجل معين ، وقد يسمح العرف أو التشريع القائم بالتجاء البنوك المتخصصة إلى الاقتراض من البنك المركزي بضمان بعض أصولها إذا كانت السوق المالية تعاني ضائقة مالية مؤقتة.

وفي جميع هذه الأحوال لا تكون التزامات البنوك المتخصصة فورية الحلول كما هو الحال بالنسبة للودائع تحت الطلب لدى البنوك التجارية ، ولا تستطيع المنشآت المالية الدائنة في سوق رأس المال أن تسحب القروض المقدمة للبنوك المتخصصة في أى وقت وإنما تلتزم بالانتظار حتى يحين ميعاد السداد.

ويكاد يكون تركيب الموارد المالية للبنوك المتخصصة في البلاد النامية يتشابه مع نظيره في البلاد المتقدمة لعل الفرق الوحيد الذي يمكن أن يلاحظ هو اعتماد هذه

البنوك في البلاد النامية اعتماداً كبيراً على القروض الحكومية والقروض الممنوحة لها من البنك المركزي بضمان الحكومة بدلاً من اعتمادها على الاقتراض من سوق رأس المال التي تكون في معظم الأحيان صغيرة وغير نشطة في هذه البلاد. ومن ثم فإن التزامات البنوك المتخصصة تتمتع بخاصية الحلول الأجل.

ويرتب على خاصية الحلول الأجل التي تتمتع بها التزامات البنوك المتخصصة ثلاث نتائج هامة هي :

١- تختلف أبعاد مشكلة السيولة لدى البنوك المتخصصة عنها لدى البنوك التجارية إذ تصبح درجة السيولة التي يجب على البنوك المتخصصة أن تراعيها في تنسيق أصولها مشابهة لما هي عليه في أى مشروع صناعى أو تجارى آخر يحتاج لمقابلة النقدية الجارية. ويحرص على الاحتفاظ بقدر من النقود السائلة لأغراض التشغيل الإنتاجى كما قد يحتفظ بقدر آخر من النقود السائلة تحت تأثير عوامل المضاربة. وتعمل البنوك المتخصصة عادة على الاحتفاظ بنقود سائلة لمقابلة مرتبات الموظفين والعمال ودفع عوائد عوامل الإنتاج الأخرى كإيجار المباني التي تشغلها وفائدة رأس المال المقرض ودفع أرباح المساهمين والمنظمين وكذلك لمقابلة طلبات الاقتراض الجليدية وما يستلزمه الأمر من القيام بعمليات استثمارات طارئة غير مخططة ، وتأخذ البنوك المتخصصة قيمة أقساط الديون القائمة التي قد تستحق لها أو عليها في الاعتبار عند تحديد مقدار النقدية التي تحتفظ بها في خزائنها أو لدى البنوك التجارية.

٢- تستطيع البنوك المتخصصة أن توجه مواردها باستثناء القدر الذى يجب أن يظل في صورة نقد سائل وأرصدة نقدية لدى البنوك التجارية إلى أوجه استثمار متوسطة وطويلة الأجل وتعتبر هذه النتيجة في الواقع امتداداً للنتيجة الأولى وأمرأ مرتباً عليها لأنه في ضوء القواعد التي تحدد درجة السيولة التي يجب أن تراعيها البنوك التجارية في تنسيق أصولها لكي تزاوّل نشاطها بكفاءة عالية تجد هذه إلا

ضرورة لوجود خطوط دفاع متعددة لتحقيق درجة سيولة مرتفعة هي لدى الواقع ليست لدى حاجة إليها.

وغنى عن الذكر أن توجهه قدر كبير من موارد هذه البنوك إلى أوجه استثمار جارية من النوع الذى يتمتع بدرجة سيولة مرتفعة يمثل سياسة خاطئة من وجهة نظر الاستخدام الأمثل لهذه الموارد ويرجع ذلك إلى أن توجهه هذه الموارد إلى استثمارات قصيرة الأجل يتضمن منافسة للبنوك التجارية فى ميدان تخصصها.

وطبعاً أنه إذا ما قامت البنوك المتخصصة بقبول الودائع من عملائها كنوع من الخدمات التى تؤديها لهم وكانت هذه الودائع من النوع الذى يمكن سحبه عند الطلب فإنه يصبح من المحتتم على هذه البنوك أن تحتفظ بقدر اضافى من النقود السائلة لمواجهة مسحوبات أصحاب الودائع وأن تعمل على توجيه الجانب الأكبر من فائض هذه الودائع إلى أنواع استثمار جارية يمكن تصفيتها بسهولة ويسر ودون خسارة تذكر.

٣- يترتب أيضاً على خاصية الحلول الأجل التى تتمتع بها التزامات (أو الجانب الأكبر من التزامات) البنوك المتخصصة اختلاف وضع السياسة الائتمانية والاقتراضية عنه فى ميدان البنوك التجارية فقد رأينا من قبل كيف تتحكم الموارد النقدية التى تستطيع البنوك التجارية الحصول عليها فى شكل ودائع أصلية فى سياستها الاقتراضية وفى حجم الائتمان الذى تقوم بتوفيره. ويمكن القول أنه إذا اعتبرنا حجم الموارد النقدية للبنوك التجارية متغيراً مستقلاً يخضع فى تغيره لعوامل تكاد لا تكون لهذه البنوك أى سيطرة عليها أصبحت السياسة الائتمانية والإقراض لهذه البنوك بمثابة متغير تابع يتأثر تأثيراً مباشراً بتغيرات حجم الموارد النقدية.

أما فى حالة البنوك المتخصصة فإن العلاقة بين حجم الأرصدة النقدية وحجم الالتزامات تكاد تنقسم تماماً إذ لا تكون قدرة هذه البنوك على الاقتراض متوقفة على

مقدار ما لديها من نفود سائلة ويعولف تحديد مقدار الأرصدة النقدية على عوامل متعددة سبق ذكرها كموائد عوامل الإنتاج المستغلة وحجم القروض الجديدة التي ينتظر منحها للعملاء ويترتب على انفصام العلاقة بين الأرصدة النقدية وحجم الالتزامات لدى البنوك المتخصصة أن يصبح حجم الإئتمان الذي تقدمه هذه البنوك وحجم الاستثمارات التي تقوم بها متغيراً مستقلاً لا يخضع في حركته لتغير ما في حوزتها من نفود.

ويمكن القول في ضوء هذا أن البنوك المتخصصة تستطيع أن تقرر سياساتها الائتمالية والاستثمارية وفقاً للطلب على قروضها واستثماراتها ثم تعمل على تنسيق سياسة الحصول على الموارد في ضوء ما تفرضه سياسة الإئتمان والاستثمار المقررة.

طرق الحصول على الموارد في البنوك المتخصصة :

تبدأ البنوك المتخصصة نشاطها معتمدة على رأس مالها المدفوع الذي يكون عادة من الكبير بحيث لا يستخدم سوى جانب صغير منه لأغراض التأسيس والإنشاء الأولية بينما يظل الجانب الأكبر منه لمقابلة التوسع التدريجي في الاقتراض والقيام بعمليات الاستثمار التي تدخل في دائرة نشاط البنك.

وباطراد تقدم البنك ولمحاج أعماله يصل إلى وضع يحدد فيه أن رأس المال المدفوع قد استغرق أو كاد يستغرق تماماً في قروض وفي الاستثمارات طويلة الأجل والمتوسطة الأجل وأن أقساط الوفاء بالقروض تتضاءل أمام احتمالات التوسع في نشاطه. وطبعي أنه لا يكون من الحكمة أن يتجاهل البنك إمكانات التوسع القائمة وأن يكتف في انتظار تحصيل ديونه لإعادة أقراضها في الوقت الذي يستطيع أن يحقق مزيداً من الأرباح عن طريق الحصول على موارد إضافية يمكنه أن يستخدمها في أوجه نشاط تغطي عائداً من تكاليف الحصول عليها.

ويجد البنك نفسه تحت تأثير العامل الأساسي الذي قام من أجله وهو تحقيق أقصى ربح ممكن لأصحابه ، إن الأمر يقتضي الحصول على موارد إضافية لمقابلة

التوسع المستمر في أعماله وأن هناك وسائل بديلة متعددة يمكن اللجوء إليها أهمها ما يلي :

١- استدعاء القدر الذى لم يدفع بعد من رأس المال المكتتب فيه إذا أخذ البنك شكل شركة أموال مساهمة أو ذات مسئولية محدودة أو من رأس المال المتعاقد عليه إذا أخذ البنك شكل شركة أفراد (تضامن أو توصية).

٢- زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة وطرحها في سوق الأوراق المالية أو قصر الاكتتاب فيها على المساهمين القدامى إذا ما كان قد تم دفع رأس المال الأصلي بالكامل.

٣- الاقتراض عن طريق إصدار السندات في سوق الأوراق المالية وتحمل هذه السندات عادة سعر فائدة يعادل السعر السائد في سوق رأس المال الطويل الأجل.

٤- الاقتراض المباشر من مؤسسات السوق المالية كشركات التأمين ومؤسسات التمويل الأخرى.

٥- الالتجاء إلى الاقتراض المؤقت من البنوك التجارية لحين تحسن ظروف الاقتراض في سوق رأس المال.

ويتوقف الاختيار بين هذه البدائل المختلفة على متوسط الأرباح الموزعة على المساهمين وعلى حالة سوق رأس المال واعتماد البنك على إمكانية أو عدم إمكانية تصريف قرض السندات على أساس سعر الفائدة الذى تحمله وعلاقة البنك بالبنوك التجارية القائمة ومؤسسات التمويل الأخرى. وطبيعى أن يحاول البنك تنسيق سياسة الحصول على الموارد بحيث يتحمل أقل نفقة ممكنة وبحيث لا تتجاوز التكلفة الحدية التى يتكبدها في الحصول على الإيراد الحدى الذى يعود عليه من جراء استثمارها.

ثانياً - بنوك الاستثمار

ويختلف هذا النوع من البنوك في طبيعة أنشطتها عن أنشطة البنوك التجارية. ولذلك تصنف ضمن البنوك غير التجارية. لقيامها بمنح قروض طويلة الأجل للأنشطة الاستثمارية المختلفة سواء كانت تجارية أو صناعية أو خدمية ، بالإضافة إلى أنهما تساهم في إنشاء المشروعات.

وقد ارتفع عدد هذه البنوك في مصر بعد صدور قانون استثمار المال العربي والأجنبي والتهاج سياسة الانفتاح الاقتصادي ، وإنشاء المشروعات الكبيرة حيث بلغت ٣٣ بنكا حتى نهاية ٢٠٠٠م بيانها كالاتي :

١١ بنوك مشتركة وخاصة.

٢٢ فروع لبنوك أجنبية.

وتعتمد هذه البنوك على الموارد التي تركز في القروض بالعملات الأجنبية والمحلية من خلال ودائع محلية بأشكالها المختلفة أو إيداعات للفروع الأجنبية. وبناء على ما تقدم فإن بنوك الإستثمار تنقسم إلى :

١- بنوك مشتركة وتتخذ شكل شركات مساهمة مصرية.

٢- فروع لبنوك أجنبية.

وتخضع تلك البنوك لرقابة البنك المركزي وذلك في إطار أحكام القانون رقم

١ لسنة ١٩٧٥م والقوانين المنظمة لأموال النقد والائتمان.

ويتكون المركز المالي لأحد البنوك الاستثمارية على النحو التالي :

الخصوم

الأصول

رأس المال المدفوع	٤٠٠	نقدية وأرصدة لدى البنوك	٩٣٢
احتياطات	—	استثمارات في أوراق مالية	٢٧٠
ودائع (تحت الطلب وودائع الأجل)	٢٩٠١	قروض وسلفيات وخصم	٢٠٧١
أرصدة دائنة	١٢٠	أرصدة مدينة أخرى	١٤٨
إجمالي الخصوم	٣٤٢١	إجمالي الأصول	٣٤٢١
التزامات عرضية	٥٢٤	التزامات عرضية	٥٢٤

٥٣. بنوك الإدخار

تعتبر بنوك الإدخار الشعبي Small Savings Institutions أيضاً من بين الوسطاء الذين يعملون في سوق رأس المال لتجميع جانب من المدخرات القومية ووضعها تحت تصرف المنظمين. وهي تعتمد في الحصول على مواردها على إصدار شهادات الإدخار وتنظيم أساليب إدخار الهانصيب المختلفة التي قد تتفق ورغبات بعض فئات المجتمع. وتقوم هذه المنشآت باستثمار الموارد الإدخارية المتجمعة لديها في تيسير القروض متوسطة الأجل وطويلة الأجل للمشروعات المختلفة، كما أنها تقوم باستثمار جانب منها في الأوراق المالية من أسهم وسندات. وينتشر وجود هذه المشروعات في البلاد المتقدمة، كما يظهر أيضاً في البلاد التي بدأت مراحل نموها الاقتصادي المبكرة عندما تبدأ الدخول النقدية في التزايد وتسجل المدخرات القومية وارتفاعاً ملحوظاً. ويلاحظ أن نجاح هذه المنشآت واطراد نشاطها وتكاثرها يعتبر رهناً بوجود سوق أوراق مالية متسعة منظمة تمكنها من استغلال مواردها استغلالاً رشيداً عن طريق التنويع في الأوراق المالية التي تقوم بشرائها، وتغيير توزيع مواردها بين أنواع هذه الأوراق وفقاً لتغير المراكز النسبية لهذه الأوراق في السوق.

الفصل الثالث

البنوك الإسلامية

إن البنك الإسلامي ليس مجرد بنك لا يتعامل بالفائدة أخذاً أو عطاءً ، وليس البنك الإسلامي مجرد بنك يتمتع عن تحويل السلع والخدمات المحرمة. وليس البنك الإسلامي مجرد بنك تنموى أو بنك استثمارى يتعامل بالمشاركة. وليس البنك الإسلامي مجرد بنك يهدف إلى إعطاء قروض حسنة للمحتاجين أو حتى مصلحة تأمينات إجتماعية ... وليس البنك مجرد وسيط مالى ، بل مؤسسة مالية واستثمارية وتنموية واجتماعية .. كما أنه ليس هناك غطاءً واحداً محدداً لكل البنوك الإسلامية وفوق كل ذلك فإن هذا المنطلق العقائدى هو الذى يميز أى بنك إسلامى عن غيره من البنوك.

والغرض الأساسى من قيام البنوك الإسلامية هو الالتزام بتطبيق توجيهات الله تعالى فى المجال الإقتصادى والمعاملات وتحرير المجتمعات الإسلامية من المخططات الشرعية. وقد استبان عند التنفيذ ووضع وسائل التطبيق أن الآثار الجانبية لقيام هذه البنوك فى النهوض بالمجتمعات الإسلامية والتغلب على مشاكلها المزمنة أبعد بكثير مما قد يتصوره الفرد من أول وهلة مما يؤكد روعة تطبيق الاقتصاد الإسلامى فى معالجة المشكلات الإجتماعية والإقتصادية التى تعاني منها المجتمعات فالتشريع الإسلامى يتسع لكل تطورات الحياة الإنسانية ويتجاوب مع متطلبات الحياة الإقتصادية المتقدمة. أولاً - الخصائص الأساسية للبنوك الإسلامية بشكل واضح ومحدد :

١- استبعاد التعامل بالفائدة :

وتشكل هذه الخاصية المعلم الرئيسى للبنك وبدونها يصبح البنك أى شئ آخر غير كونه بنكاً إسلامياً. وأساس هذه الخاصية أن الإسلام حرم الربا.

٢- توجيه الجهد نحو التنمية عن طريق الاستثمارات :

الطريق الوحيد الذى يقره العرف المصرفى فى البنوك التجارية هو طريق

تحويل المشروعات بواسطة الاقراض بفائدة ولكن في المقابل لا يقر البنك الإسلامي التعامل بالفائدة ويحتاج في نفس الوقت إلى أن يغطي مصروفاته ويحصل كذلك على ربح ويكون ذلك عن طريقين.

(أ) الاستثمار المباشر :

بمعنى أن يقوم البنك بنفسه بتوظيف الأموال التجارية في مشروعات تدر عليه عائد.

(ب) الاستثمار بالمشاركة :

بمعنى مساهمة البنك في رأس مال المشروع الإنتاجي مما يترتب عليه أن يصبح البنك شريكاً في ملكية المشروع وشريكاً في إدارته وتسييره والإشراف عليه وشريكاً في كل ما ينتج عنه من ربح أو خسارة بالنسب التي يتفق عليها الشركاء.

(ج) البنك الإسلامي لا يتاجر على ملكيته :

إن البنوك التجارية يهمنها أن يستقر النظام المصرفي على أساس سعر الفائدة لكي تحقق من ورائه مبالغ طائلة. ولذا تدور النظريات الواردة في كتب الإدارة المالية حول مفهوم المتاجرة على الملكية Trading on Equity فالمتاجرة على الملكية هي قيام البنك باستخدام الأموال المقرضة من أجل تحقيق ربح أكبر لأصحاب البنك وتغطي الملكية هنا إجمالي المال الذي يستطيع البنك بناء عليه أن يحصل على القروض ، ومن هنا جاءت كلمة المتاجرة على الملكية.

أما البنك الإسلامي ، فلا يعتمد على مفهوم المتاجرة على الملكية ، أي أنه لا يعتمد على الفرق بين ما يحققه من عائد على الأموال التي اتاحت له وبين الفوائد التي يدفعها لاستخدام هذه الأموال. وإنما يعتمد على البحث عن فرص للتنمية. فرص للإستثمار ، فرص للإستثمار بالمشاركة فهو يذهب إلى أفراد المجتمع ويدرس ما يريدونه استثمارات أو يدعوهم للمشاركة في استثماراته ويحققون عائداً مماثلاً للعائد على الأموال المملوكة.

ثانياً - أنماط البنوك الإسلامية :

هناك أنماط متعددة من البنوك الإسلامية بالرغم من اتفاقها في الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية. فبالتحليل الأولى للبنوك الإسلامية التي أنشأت حتى هذه اللحظة يظهر أنها أنماط متعددة وأن لكل منها صفاته وفرصه ومشكلاته الخاصة به التي تميزه عن غيره من البنوك الإسلامية وتجعله نمطاً متميزاً عما عداه من هذه البنوك.

وهذه الأنماط هي :

- ١- بنوك اجتماعية بالدرجة الأولى مثل بنك ناصر.
- ٢- بنوك تنمية دولية بالدرجة الأولى مثل البنك الإسلامي للتنمية.
- ٣- بنوك تمويلية استثمارية بالدرجة الأولى مثل بيت التمويل الكويتي.
- ٤- بنوك حكومية مملوكة للدولة بالكامل مثل بنك ناصر الاجتماعي.
- ٥- بنوك حكومات إسلامية أى بنوك دولية مملوكة لأكثر من دولة إسلامية مثل البنك الإسلامي للتنمية.
- ٦- بنوك متعددة الأغراض غير حكومية مثل بنك دبي.

ثالثاً - مصادر الأموال ومصادر الطلب عليها في البنك الإسلامي :

تأتي أموال البنك الإسلامي من كل أو بعض مصادر الأموال الآتي ذكرها :

- ١- الأموال المقدمة من أصحاب البنك عند التأسيس وأية إضافات أخرى في شكل زيادة رأس المال أو في شكل أرباح محتجزة غير موزعة أو في شكل احتياطات عامة.
- ٢- الودائع الجارية في شكل حسابات مفتوحة مع حق السحب منها في أى وقت بدفع شيكات.
- ٣- ودايع التوفير بموجب دفاتر توفير ولا يعطى أصحابها دفاتر شيكات إلا بشروط معينة.
- ٤- الودائع مع التفويض بالاستثمار وتحديد المدة أو بدون تحديد المدة ولا يدفع عن

هذه الودائع فائدة وإنما يكون على أساس المشاركة في الربح.

٥- الأرصدة المستحقة للبنوك من خلال المعاملات اليومية ومتطلبات غرفة المقاصة.

٦- أى أرصدة دائنة أخرى.

وعلى الجانب الآخر توجد النقدية الأرصدة لدى البنوك. ولدى البنك

المركزي والمشاركات والمراجعات والاستثمارات في الأوراق المالية والمشروعات.

رابعاً - أنظمة الودائع لدى البنوك الإسلامية :

يوجد في البنك الإسلامي ثلاث نظم للودائع هي :

١- الودائع الإدخارية.

٢- الودائع الاستثمارية.

٣- الحسابات الجارية.

ويستطيع العميل أن يقوم بإيداع أمواله في أى من الأنظمة الثلاثة حيث يقوم باستيفاء طلب فتح حسابات لدى البنك واستيفاء البيانات المطلوبة ويقوم بدفع الحد الأدنى لفتح الحساب.

أسباب تقسيم الودائع بهذا الشكل :

ثم هذا التقسيم في ضوء طبيعة الدوافع التي تحرك الأفراد حيث أثبتت الدراسات العملية والتجربة الميدانية أن هذه الدوافع يمكن أن تندرج تحت ثلاث مجموعات رئيسية هي :

١- دوافع الاحتياط والأمان ومواجهة الحاجات المستقبلية.

٢- دوافع الربح ورفع مستوى المعيشة.

٣- دوافع السيولة والسر في المعاملات.

ومن ثم فإن نظام الودائع الإدخارية تحقق الإشباع لهؤلاء الأفراد الذين تحركهم دوافع الاحتياط والأمان ومواجهة حاجة مستقبلية. ونظام الودائع الاستثمارية يمكن أن يحقق الإشباع لهؤلاء الأفراد الذين تحركهم دوافع الربحية

والتنمية المستمرة للمال ، ونظام الحسابات الجارية يشجع مجموعة الدوافع الخاصة
ببسر وسهولة المعاملات. لذلك نجد أن كل فرد في المجتمع يستطيع أن يجد نظام
الودائع الذي يلائمه في البنك الإسلامي.

خامساً - المجالات التي يستخدم البنك الإسلامي فيها موارده المالية :

١- الاستثمار المباشر :

مثل إنشاء شركات أو مؤسسات تقوم بنشاط اقتصادي معين تجاري أو
صناعي أو زراعي.

٢- الاستثمار بالمشاركة مع آخرين في مشروعات عن طريق :

(أ) رأس مال المشروع عن طريق شراء أسهم شركات أخرى أو المساهمة في رأس
مال مشروعات معينة.

(ب) المشاركة المنتهية بالتملك كمشروعات النقل والمباني.

(ج) المراجعة : لتمكين أفراد أو هيئات من الحصول على سلع يحتاجونها قبل توافر
التمن المطلوب.

٣- الإقراض بدون فائدة في حالات معينة.

٤- إستخدام أموال الزكاة وتخصيصها للتحايل الاجتماعي.

سادساً - أساليب التمويل في البنك الإسلامي :

هناك ثلاث أساليب للتمويل في البنك الإسلامي وهي :

١- التمويل بالمشاركة.

٢- التمويل بالمضاربة.

٣- التمويل بالمراجعة.

١- التمويل بالمشاركة :

يقوم التمويل بالمشاركة على أساس اشتراك كل من البنك وطالب التمويل

في علاقة يشارك البنك فيها بجزء من التمويل الكلي المطلوب كما يشارك العميل أيضاً بالجزء الباقي منه حسب طبيعة المشروع وقدرة العميل بالإضافة إلى تولى الأخير مسئولية العمل والإشراف والإدارة باعتباره صاحب الخبرة والدراية بالجمال الممول ويتفق الطرفان على أن يتم توزيع صافي الناتج المحقق بينهما وفقاً للقواعد الآتية :

- (أ) يحصل العميل المشارك على حصته من الناتج مقابل العمل.
 - (ب) يوزع الباقي بين الطرفين بنسبة مساهمة كل طرف منهما في التمويل الكلي المقدم.
- أما في حالة الخسارة فيكون التوزيع فقط على أساس نسبة التمويل لكل طرف ، ولا يتحمل العميل نصيباً آخر في الخسائر بسبب عمله إذ يكفيه أنه قد خسر مقابل هذا الجهد.

٢- التمويل بالمضاربة :

وفي هذا النوع يقدم البنك التمويل بالكامل ويعتبر هو صاحب المال المدار أما العميل فإنه يقدم خبرته وجهده وعمله ومن ثم توزع النواتج بين الطرفين على أساس حصة مقابل التمويل يأخذها البنك وحصة مقابل العمل يأخذها العميل (الذي يسمى بالمضارب).

والتمويل وفقاً لقواعد المضاربة يتناسب تماماً مع هؤلاء الأفراد الذين يبدأون حياتهم العملية ومشروعاتهم كما يتناسب مع أصحاب المهارات النادرة الذين لا يجدون سبلاً تمويلية لأعمالهم واستغلال مهارتهم.

٣- التمويل بالمراجحة :

ويقدم البنك التمويل بنظام المراجحة في بعض العمليات التي يكون التعامل فيها على البضائع والسلع مثل عمليات التجارة المحلية والتجارة الخارجية وتقوم فكرة هذا الأسلوب على أساس وعد بالشراء من عميل البنك لنوع معين من السلع محدد المواصفات ومعلوم التكلفة ويتفق البنك مع طالب الشراء على ربح البنك وثمان البيع وشروط السداد.

الفصل الرابع

البنوك المركزية

أهداف البنك المركزي :

يتبلور الهدف الرئيسى للبنك المركزى فى تحقيق الاستقرار الاقتصادى ، بالإضافة إلى الهدف الخاص بالتنمية الاقتصادية ، وذلك فى الدول النامية ويقوم البنك المركزى بتنظيم السياسات النقدية والإئتمانية والمصرفية والإشراف على تنفيذها وفقاً للخطة العامة للدولة بما يساعد على تنمية الاقتصاد القومى ، وتحقيق أهداف خطط التنمية .

وظائف البنك المركزي :

يقوم البنك المركزى بمجموعتين من الوظائف هما :

المجموعة الأولى :

الوظائف ذات السمة العامة أى التى ترتبط بالاقتصاد القومى ككل .

المجموعة الثانية :

هى الوظائف التى ترتبط بالبنوك التجارية بشكل خاص .

وفيما يلى عرض لكل مجموعة من الوظائف :

المجموعة الأولى - الوظائف ذات السمة العامة :

وتتركز تلك الوظائف فيما يلى :

أولاً - اضطلاع البنك المركزى بمسئولية موازنة سعر الصرف للعملة القومية وتتضمن إتخاذ القرارات المتعلقة بالشئون الآتية :

١- تغيير سعر الصرف الرسمى إما بالتخفيض أو بالزيادة بالنسبة للعملة الأجنبية الأخرى .

٢- تبنى نظام حرية تحويل العملة إلى العملات الأجنبية الأخرى Convertibility

أو الأخذ بأحد نظم الرقابة على عمليات النقد الأجنبى Exchange Control

وذلك في ضوء الحصيلة السنوية من العملات الأجنبية وأنواعها وتوقيت الحصول عليها والحاجة إلى هذه العملات ، وكذلك مدى القيود الواجب فرضها على عمليات النقد الأجنبي إذا كان ثمة ضرورة لذلك ، وإمكان الالتجاء إلى نظام موازنة الصرف مع الإبقاء على حرية التحويل.

٣- متابعة أسعار الفائدة النقدية في المراكز المالية الدولية وأثرها في حركة رؤوس الأموال الدولية القصيرة الأجل Hot Money Movements من البلد إلى العالم الخارجي وبالعكس ، وضرورة رفع أسعار الفائدة النقدية في السوق المحلية لإيقاف تيار خروج رأس المال أو لاجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية ، أو خفض هذه الأسعار إلى المستوى العالمي في الظروف العكسية.

ثانياً - القيام بعمليات السوق المفتوحة Open Market Operations :

وتتضمن سياسة السوق المفتوحة قيام البنك المركزي بشراء أو بيع السندات في سوق الأوراق المالية. ويختلط الأمر على بعض الدارسين عندما يحسبون عمليات شراء وبيع الأوراق المالية التي تحدث بين البنك المركزي والبنك التجاري مباشرة في بعض الظروف وبخاصة في البلاد المتخلفة من قبيل عمليات السوق المفتوحة. والواقع أن قيام عمليات السوق المفتوحة على الإطلاق وإمكان استخدامها كوسيلة لتنظيم الائتمان يعد رهناً بوجود هذه السوق نفسها ، التي يجب أن تكون متمتعة بالإتساع الكافي والانتظام في عملياتها ، وتعدد المتعاملين فيها بدرجة لا تسمح بتحكم أحدهم في ظروفها ومستويات الأسعار فيها ، وغير ذلك من الشروط التي يجب توافرها في السوق الكاملة.

وتكون عمليات السوق المفتوحة كما يتضمنه المعنى الفني لهذا الاصطلاح إما على هيئة عمليات شراء أو على هيئة عمليات بيع للسندات ، يقوم بها البنك المركزي في سوق الأوراق المالية ، بحيث يكون الطرف الثاني في التعامل هو جمهور المتعاملين داخل هذه السوق من أفراد ومشروعات وبنوك ومؤسسات عامة ذات

أرصدة فائضة وغير ذلك من فئات المتعاملين.

وتأخذ عمليات السوق المفتوحة التي يقوم بها البنك المركزي في إحدى الصور الآتية :

١- عمليات شراء سندات حكومية وخاصة في سوق الأوراق المالية ، بهدف زيادة ما في حوزة المتعاملين من أرصدة نقدية (نقد البنك المركزي) وزيادة ما في حوزة البنوك التجارية من هذه الأرصدة بالتبعية (إيداعات) ، الأمر الذي يزيد من قدرة هذه البنوك على خلق الائتمان طالما ظلت كل من نسبة الاحتياطي النقدي ونسبة الاحتياطي القانوني على حالها ومن البديهي أن البنك المركزي يبيع هذا الأسلوب في أحوال الانكماش النقدي عند رغبته في زيادة حجم وسائل الدفع.

٢- عمليات بيع السندات الحكومية والخاصة في سوق الأوراق المالية ، بهدف امتصاص قدر من الأرصدة النقدية العاطلة التي تكون في حوزة المتعاملين ، ويؤدي هذا بدوره إلى تحويل قدر من الودائع النقدية لدى البنوك التجارية إلى البنك المركزي ، فتتقص مقادير الأرصدة النقدية في حوزة البنوك التجارية وتقل قدرتها على خلق الائتمان عما كانت عليه من قبل. وتضطر البنوك إزاء هذا إلى استدعاء بعض قروضها وتصفية بعض استثماراتها. فيقل حجم الائتمان القائم وتقص وسائل الدفع المتاحة. وطبيعي أن البنك المركزي يلجأ إلى إتباع هذا الأسلوب عند رغبته في علاج التضخم ، عندما يلاحظ أن كمية وسائل الدفع أكثر مما تبرره احتياجات التبادل الحقيقية.

ثالثاً - القيام بوضع شروط الائتمان لمجالات محددة من النشاط :

Selective Credit Control

ويعتبر الائتمان العقاري في مقدمة هذه المجالات وكذلك الائتمان الذي يحصل عليه المتخصصون في بيع وشراء الأوراق المالية ، والائتمان الاستهلاكي الذي يحصل عليه الأفراد بغرض شراء السلع المعمرة كالسيارات والثلاجات.

وتعتبر هذه الوظيفة أداة يستعملها البنك المركزي للتحكم في الموارد التي

توجه إلى تلك المجالات.

رابعاً - القيام بوظيفة الوكيل المالي للحكومة Government Fiscal Agent :

حيث يقوم البنك المركزي بمسك الحسابات الجارية للحكومة والقيام بمهمة بيع وشراء الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة ، ودفع الفوائد التي تستحق لحملة تلك الأوراق.

المجموعة الثانية - الوظائف التي ترتبط بالبنوك التجارية :

أولاً - إصدار أوراق (البنكوت) :

ويحدد وزير الاقتصاد بعد أخذ رأى البنك ، فئات أوراق النقد التي يجوز إصدارها وشكلها وغير ذلك من المواصفات التي يجب أن تتوفر فيها. وتنبع أهمية تلك الوظيفة بالنسبة للبنوك التجارية من احتمال طلب تلك البنوك نقود ورقية من البنك المركزي لمقابلة أى ظروف طارئة تعرض لها. وهنا يضطر البنك المركزي إلى إصدار كمية إضافية من أوراق النقد لمقابلة هذه الحالة.

ثانياً - الإحتياطي القانوني The Legal Reserve Ratio :

تنص عادة التشريعات على ضرورة قيام البنك التجاري بالوفاء بالحد الأدنى لمتطلبات الإحتياطي القانوني كشرط لاستمراره في العمل. وتمثل قيمة هذا الإحتياطي في نسبة من ودائع البنك يحتفظ بها لدى البنك المركزي ، وإن كانت بعض التشريعات لا تمنع من إعتبار النقدية الموجودة في خزينة البنك جزء من الإحتياطي القانوني. ولا يدفع البنك المركزي فوائد على الإحتياطي المحتفظ به لديه.

وعادة ما يضع البنك المركزي قواعد لإدارة الإحتياطي القانوني ، يترتب على مخالفتها توقيع جزاء على البنك التجاري ، ومن الملاحظ أن قيام البنك المركزي بالاضطلاع بمسئولية إدارة الإحتياطي القانوني تخدم أهداف كل من البنوك التجارية والبنك المركزي. فبالنسبة للبنك التجاري يعتبر الإحتياطي القانوني بمثابة حماية

لأموال المودعين ، ومن ثم يرتب على دقة الالتزام بقواعده زيادة ثقة المودعين بالبنوك التجارية التي يتعاملون معها.

أما بالنسبة للبنك المركزي فإن دقة الالتزام بمتطلبات الاحتياطي القانوني تعني عدم حدوث زيادة غير محسوبة في عرض النقود مما يؤدي إلى الإخلال بالسياسة النقدية التي يشرف البنك المركزي على تنفيذها ، وضمان سلامة تنفيذ السياسة النقدية.

ثالثاً - منح الائتمان للبنوك التجارية:

ويقوم البنك المركزي بهذه الوظيفة في أوقات معينة تقتضيها الحاجة ويمكن أن تحصل البنوك التجارية على القروض من البنك المركزي في الصور الآتية :

١- قروض مباشرة : ويحصل البنك التجاري عليها في مقابل رهونات قد تتمثل في سندات حكومية.

٢- خصم الأوراق التجارية : مثل الكمبيالات والسندات الإذنية.

٣- بيع الأوراق المالية الحكومية والمضمونة من الحكومة للبنك المركزي : مما يعطيها صفة الأصول السائلة.

رابعاً - التوجيه والإشراف على البنوك التجارية:

ويتوقف حجم هذا الدور في التوجيه والإشراف على البنوك التجارية على عاملين هما :

- ١- مدى تدخل الدولة في القطاع المصرفي.
- ٢- هل البنك المركزي هو المسئول الوحيد عن أداء هذا الدور أم أن هناك جهات أخرى تشارك فيه.

ويتركز الإشراف والتوجيه من قبل البنك المركزي على النواحي الآتية :

- الحجم الملائم لرأس مال البنك التجاري.

- معدلات الفائدة على الودائع.

- سياسات الاستثمار.

وتهدف تلك الوظيفة إلى تجنب مخاطر المنافسة الشديدة بين البنوك وحماية أموال المودعين. وتنفيذ السياسة النقدية بواسطة البنك المركزي. ومن العرض السابق لوظائف البنك المركزي يتضح أن هناك أساليب تستخدم لتحقيق الأهداف التي يصبو إليها البنك ، وبصفة خاصة الأساليب التي يلجأ إليها البنك المركزي لتنظيم الائتمان وتوجيهه ، والتي يمكن إيجازها فيما يلي :

الأساليب الخاصة بتنظيم الائتمان :

تنقسم تلك الأساليب إلى مجموعتين رئيسيتين هما :

أولاً - الأساليب الكمية.

ثانياً - الأساليب الكيفية.

أولاً - الأساليب الكمية :

تحدد الإشارة هنا إلى التفرقة بين نوعين من الأساليب الكمية لتنظيم الائتمان

وهما :

١- الأساليب المباشرة Direct Measures :

وهي الأساليب التي تتضمن تدخل البنك المركزي للتحكم في قدرة البنك التجارية على خلق الائتمان سواء بهدف إنقاصها أو زيادتها وهي :

١/١ تغيير نسبة الاحتياطي القانوني الواجب الاحتفاظ بها لدى البنك المركزي.

٢/١ تحديد نسبة القروض إلى رأس المال.

٣/١ تحديد نسبة الودائع إلى رأس المال.

٤/١ القيام بالعمليات المصرفية العادية لدفع البنوك التجارية لإلتخاذ موقف معين.

٢- الأساليب غير المباشرة Indirect Measures :

وهذه الأساليب لا تتضمن قيام البنك بوضع قيود مباشرة على قدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان ، وإنما العمل على التأثير في قدرة هذه البنوك عن طريق

الإستفادة من حساسية سوق النقد وسوق الأوراق المالية للتغيرات فى أسعار الفائدة السائدة وأسعار الأوراق المالية ، وأثر الطلب والعرض فى هذين السوقين على حجم الإئتمان ، وتتضمن الأساليب الكمية غير المباشرة لتنظيم الإئتمان الأساليب الآتية :

١/٢ تغيير سعر البنك أو سعر إعادة الخصم وهو ما يطلق عليه تعبير " سياسة سعر البنك " The Bank Rate Policy .

٢/٢ بيع وشراء السندات فى سوق الأوراق المالية ويطلق عليه تعبير " سياسة السوق المفتوحة " Open Market Operations .

ثانياً - الأساليب الكيفية :

- وتهدف تلك الأساليب أساساً إلى العمل على توجيه وحدات النظام المصرفى للتوصل إلى هيكل الإئتمان المطلوب لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة ، ومقابلة الإحتياجات الائتمانية التى تحجم البنوك عن تيسرها وهذه الأساليب هى :
- ١- استخدام التفاوت فى نسبة الاحتياطى القانونى بحيث تتفاوت تلك النسبة التى تلتزم بها البنوك التجارية وفقاً لمدى مساهمتها فى تمويل أنواع معينة من النشاط التى ترغب السلطات النقدية فى تشجيعها أو الحد منها (وجود نسب متعددة).
 - ٢- تحديد حصص نسبية من هيكل الإئتمان القائم لمختلف أنواع القروض.
 - ٣- إصدار تعليمات مباشرة من البنك المركزى إلى البنوك التجارية والبنوك المتخصصة لتوجيه الإئتمان نحو تمويل أغراض معينة.
 - ٤- إعطاء مزايا تسليفية للضمانات من أوجه النشاط الإقتصادى المرغوب تشجيعه (زيادة القيمة التسليفية للضمانات المقدمة من هذا النشاط الإقتصادى).

الباب الثالث

المنشآت المالية غير المصرفية

الفصل الأول : صناديق الإستثمار

الفصل الثاني : شركات التأمين وإعادة التأمين

pdfelement



الفصل الأول

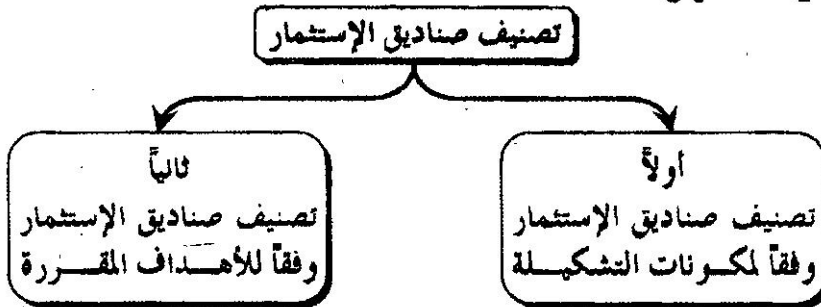
صناديق الإستثمار

تقوم شركات الإستثمار بتشكيل صناديق الإستثمار فهى شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات ، لتقوم باستثمارها فى تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية التى تناسب كل فئة. ويتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص فى التشكيلة التى يستثمر فيها أمواله. أما الأوراق المكونة للتشكيلة فهى من النوع ذات التداول العام Publicly Traded Securities مثل الأسهم والسندات وأذون الخزانة. وليس من حق المستثمر أن يدعى ملكية أوراق معينة داخل التشكيلة، فحقه يتمثل فقط فى حصة فى التشكيلة ككل ، يحصل فى مقابلها على أسهم أو شهادات دالة على ذلك.

أولاً - صناديق الاستثمار المشتركة

مفهوم صناديق الإستثمار :

تشكل شركة الإستثمار عدداً من الصناديق. ، يدير كل منها فريق إدارة مستقل ، ويمكن تصنيف تلك الصناديق على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها، كما يمكن تصنيفها على أساس هدف الصندوق ، الذى عادة ما يحدد طريقة تلائم فئة معينة من المستثمرين.



أولاً - تصنيف صناديق الإستثمار وفقاً لمكونات التشكيلة :

تصنف صناديق الإستثمار وفقاً لمكونات التشكيلة إلى أربع مجموعات :

١- صناديق الأسهم العادية Common Stock Funds :

بالرغم من أن صناديق الأسهم العادية تشمل فقط على أسهم عادية ، فإنها تختلف فيما بينها باختلاف سمات تلك الأسهم. فهناك الصناديق التي تركز على الأسهم العادية التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو. وهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة معينة ، بل وربما المنشآت العاملة في منطقة جغرافية معينة.

٢- صناديق السندات Bond Funds :

ويقصد بها الصناديق التي تتكون من سندات فقط. وفي هذا الصدد توجد صناديق تتكون من تشكيلة من سندات تصدرها منشآت الأعمال وبعض السندات التي تصدرها الحكومة وهناك صناديق تتكون من سندات مرتفعة الجودة ، تولد عائد منخفض نسبياً وتطوى على مستوى منخفض من المخاطر وتوجد الصناديق المختلطة التي تحتوي على مجموعات السندات التي تتباين من ناحية الجودة.

٣- الصناديق المتوازنة Balanced Funds :

ويقصد بها تلك التي تشتمل على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت محدد ، مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال ، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية ، والأسهم الممتازة. لذلك يطلق عليها الصناديق المتنوعة Diversified Funds.

٤- صناديق سوق النقد Money Market Funds :

ويقصد بها الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل ، التي تداول عادة في سوق النقد من خلال مؤسسات مالية مثل البنوك التجارية ، وبيوت السمسرة المتخصصة في التعامل في هذه الأوراق. ومثال عليها أدون الخزنة ، وشهادات الإيداع (الاستثمار) والكمبيالات المصرفية.

ثانياً - تصنيف صناديق الإستثمار وفقاً للأهداف المقررة :

يحدد هدف صندوق الاستثمار الطريقة التي تجذب له فئة معينة من المستثمرين وفي هذا الصدد تبين الأنواع الآتية :

١- صناديق النمو Growth Funds :

يهدف القائمين على إدارة تلك الصناديق إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للشكيلة التي يتكون منها الصندوق.

٢- صناديق الدخل Income Funds :

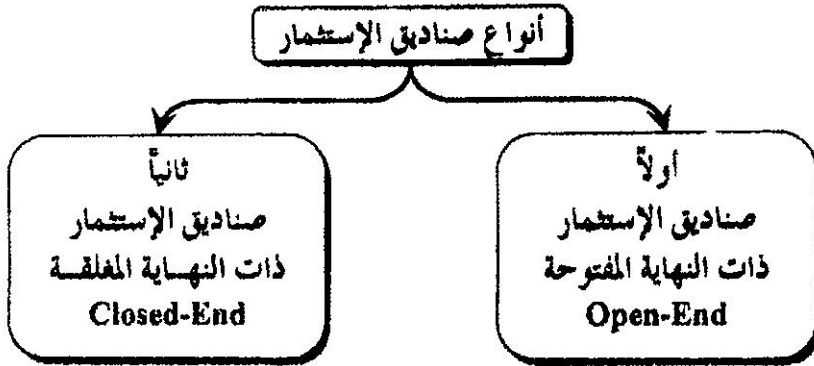
تناسب تلك الصناديق أولئك المستثمرون الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم ، لذلك عادة ما تشتمل التشكيلة على سندات وأسهم منشآت كبيرة ومستقرة Blue-chip توزع الجالب الأكبر من الأرباح المتولدة.

٣- صناديق الدخل والنمو Partially Income, Partially Growth :

تستهدف هذه الصناديق أولئك المستثمرين الذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة ، ويرغبون في نفس الوقت في تحقيق قدر من النمو المضطرد لاستثماراتهم.

٤- صناديق إدارة الضريبة Tax-Managed Funds :

ويقصد بها تلك الصناديق التي لا تجرى توزيعات على المستثمرين ، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح ، في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها. وبالطبع ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقداً. فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم ، ووعائها هو الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ الأصلي المستثمر.



أولاً - صناديق الإستثمار ذات النهاية المفتوحة :

وتسمى بهذا الاسم لأنها على استعداد دائم لبيع المزيد من وثائق الاستثمار وكذلك على استعداد دائم لشراء وثائق الاستثمار التي في حوزة حملة الوثائق وذلك عند الطلب.

ولذلك يجب على الصندوق الاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات استرداد قيمة وثائق الاستثمار وفقاً لشروط الاسترداد الواردة بنشرات الاكتاب في هذه الوثائق.

ثانياً - صناديق الإستثمار ذات النهاية المغلقة :

تقوم هذه الصناديق بعرض عدد محدد من أسهمها يتم الاكتاب فيه ، ولا تقوم باستردادها أو طرح المزيد منها. ويتم التعامل فيها في السوق الثانوى مثلها مثل أسهم باقي الشركات الأخرى. ولذلك فليس أمام حامل الوثيقة إلا اللجوء إلى المكان المخصص الذي يتم فيه تداول هذه الوثائق ، والذي يتمثل إما في السوق المنظمة (البورصة) أو السوق غير المنظمة.

ومن ثم فإن أى مستثمر يرغب فى بيع أو شراء وثائق الصناديق المغلقة عليه أن يصدر أمر بيع أو شراء لأحد السماسرة.

مزايا صناديق الإستثمار

من العرض السابق يمكننا التعرف على أهم مزايا صناديق الاستثمار ، والتي يمكن عرضها فيما يلى :

١- إمكانية الاستفادة بخبرات الإدارة المخولة :

فمن المعروف أن شركات الاستثمار تستعين بمستشارين استثماريين محترفين وبأحاثين متميزين مما يمكنها من إدارة استثماراتها بمستوى كفاءة مرتفع. فتقوم إدارة الصندوق بكافة العمليات المتعلقة بالاستثمار وهي : التشكيلة الملائمة من الاستثمار ، الاحتفاظ بالسجلات الخاصة بكل المعاملات ، ومراقبة حركة الأسعار في السوق ، واختيار الوقت المناسب لبيع أو شراء الأوراق المالية ، كذلك متابعة مخاطر الحفظ.

٢- التنوع الكفاء :

وتتميز إدارة صناديق الاستثمار بقدرتها على تنوع تشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها صندوق الاستثمار بطريقة تساعد على تخفيض المخاطر التي يتعرض لها حملة الوثائق.

٣- المرونة والملائمة :

وذلك بإمكانية تحويل وثيقة الاستثمار إلى نقدية بمجرد تقديمها إلى الصندوق والحصول على القيمة الاسردادية للوثيقة المعلن عنها عند الاسرداد.

٤- تنشيط الأسواق المالية :

ويأتي ذلك نتيجة قدرة هذه الصناديق على جذب صغار ، وكبار المستثمرين لما تقدمه من مزايا يصعب على المستثمر الفرد أن يحققها بمفرده.

٥- تعبئة مدخرات المجتمع وتوجيهها إلى الفرص الاستثمارية المنتجة :

مما ينعكس ذلك على زيادة كفاءة الاقتصاد القومي.

تقييم أداء صناديق الاستثمار

بما أن صناديق الاستثمار عبارة عن محافظ عامة تدار بواسطة جهات تتمتع بالخبرات المختلفة في إدارة شركات الاستثمار. فإن المستثمر الذي يسعى لشراء وثائق هذه الصناديق يتوقع الحصول على معدل عائد يزيد عن معدلات العائد الخاصة بالمحافظ غير المدارة. ولذلك فهو يهدف إلى مقارنة ما تحققه هذه الصناديق من عائد

بمعدلات العائد التي تحققها الصناديق الأخرى ، أو بمعدل العائد الذي يحققه مؤشر سوق المال.

وفي هذا الصدد يقوم المستثمر بتقييم أداء صناديق الاستثمار عن طريق أساليب التقييم المختلفة والتي تتراوح بين الأساليب البسيطة والأساليب المزودة.

أساليب تقييم أداء صناديق الاستثمار

(أولاً - الأسلوب البسيط :

ويناسب هذا الأسلوب المستثمر العادي ، ويتم عن طرق حساب معدل العائد على الأموال المستثمرة في الصندوق لفترة زمنية معينة باستخدام المعادلة الآتية :

$$م = \frac{(ق - ١) + (ق + ١) + ر}{ق}$$

حيث أن :

- م - معدل العائد على الاستثمار
- ق - قيمة الوثيقة الصافية في بداية الفترة
- ق ١ - قيمة الوثيقة الصافية في نهاية الفترة
- (ق - ١) - الأرباح الرأسمالية التي تعكس تحسناً في القيمة السوقية للتشكيلة
- ر ، ١ - الأرباح الإيرادية والرأسمالية الموزعة خلال الفترة

مثال (١) :

إذا كانت قيمة الوثيقة في ٢٠١٠/١/١ مبلغ ٢٥ جنيه ارتفعت إلى ٢٥,٥٠ جنيه في ٢٠١٠/١/٣١ وإذا كان نصيب الوثيقة من الأرباح الإيرادية والرأسمالية ٢٠ قرشاً ، ١٥ قرشاً على التوالي. أحسب معدل العائد على الاستثمار في شهر يناير.

الحل :

$$معدل العائد على الاستثمار (م) = \frac{(ق - ١) + (ق + ١) + ر}{ق}$$

بالتعويض في المعادلة :

$$100 \times \frac{0,15 + 0,20 + (25 - 25,50)}{25} = م$$

$$\% 4,25 = \frac{0,15 + 0,20 + 0,50}{25}$$

ثانياً - الأسلوب المزدوج :

من العيوب الرئيسية في الأسلوب البسيط في تقييم أداء صناديق الاستثمار التركيز على العائد فقط وتجاهل المخاطرة. ولذلك تم اللجوء إلى الأساليب التي تأخذ في الاعتبار عنصرى العائد المخاطرة ، ومن هذه الأساليب أو المقاييس مقياس شارب ومقياس ترينور. ويتم التعرض لهما فيما يلي :

١- مقياس شارب : Sharpe Measure (S)

ويطلق عليه نسبة العائد إلى المخاطرة وطبقاً لهذا المقياس يتم استخدام المخاطرة والمقاسة بالإحتراف المعياري لمعدل العائد كأساس لقياس أداء الصندوق. وهو مؤشر يستخدم لقياس أداء محفظة الأوراق المالية وكذلك أداء صناديق الإستثمار وتوضحه المعادلة الآتية :

$$\frac{ل - م}{Q} = \text{قيمة المؤشر (S)}$$

حيث أن :

(S) = مقياس شارب للصندوق

م = معدل العائد على الاستثمار

ل = معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر (معدل العائد على أدون

الخزانة)

Q = الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار

وجدير بالذكر أن الانحراف المعياري (Q) عبارة عن مقياس للمخاطر الكلية

التي ينطوى عليها الاستثمار أى التقلبات فى العائد وهى تساوى المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.

مثال (٢):

إذا كان معدل العائد على الاستثمار خلال السنة الماضية ١٠٪ للصندوق (أ) ، ٩٪ للصندوق (ب) ، كما بلغت المخاطر الكلية (الانحراف المعيارى) لكلا الصندوقين ٤٪ ، ٢٪ على التوالى ، وبلغ متوسط العائد على أذون الخزانة (الخالى من الخطر) ٦٪ المطلوب : تقييم أداء الصندوقين باستخدام مقياس شارب .
الحل :

$$\text{قيمة المؤشر (S) للصندوق (أ)} = \frac{J - M}{Q} = \frac{10 - 6}{4} = 1$$

$$\text{قيمة المؤشر (S) للصندوق (ب)} = \frac{9 - 6}{2} = 1,5$$

٢- مقياس ترينور (Treyner Measure (T) :

وفى هذا المؤشر تعتبر مخاطرة السوق المقاسة بمعامل بيتا هى مقياس المخاطرة الذى يجب استخدامه عند تقييم أداء الصندوق. وينطوى هذا المقياس على فكرة أن المستثمر العادى يمكنه التخلص من المخاطر الخاصة (غير المنتظمة) عن طريق التنويع البسيط.

ولذلك فمن السهولة بالنسبة للإدارة المخترفة التى تتولى إدارة الصندوق أن تشكل مكونات الصندوق بطريقة تجعلها تنطوى على المخاطرة المنتظمة فقط ، ويتم التعبير رياضياً عن مقياس ترينور كالتالى :

$$\text{قيمة المؤشر (T)} = \frac{J - M}{B}$$

حيث أن :

(T) = مقياس ترينور للصندوق

- م - معدل العائد على الصندوق خلال فترة التقييم
 ل - العائد الخالي من الخطر
 B - معامل بيتا للصندوق (أى معامل المخاطر لتشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق)

مثال (٣):

قارن بين قيمة أداء الصندوقين (أ) ، (ب) فى المثال رقم (٢) باستخدام مقياس ترينور إذا كانت بيتا (أ) = ٢,٥ ، وبيتا (ب) = ٢.

الحل:

$$\text{قيمة المؤشر (T) للصندوق (أ)} = \frac{6 - 10}{2,5} = 1,6$$

$$\text{قيمة المؤشر (T) للصندوق (ب)} = \frac{6 - 9}{2} = 1,5$$

الفصل الثانى

شركات التأمين وإعادة التأمين

مفهوم التأمين :

يعتبر التأمين أحد أشكال تحويل الخطر من شخص معين أو منظمة معينة إلى شخص آخر أو منظمة أخرى. وتحويل الخطر يعنى أن الشخص المعرض للخطر (أو المنظمة المعرضة للخطر) لا يتحمل بنفسه الخسائر الناتجة عن تحقق الخطر وإنما ينقل عبء تحمل هذه الخسائر إلى شخص آخر أو إلى منظمة أخرى. وتتضمن عملية تحويل الخطر - وبالتالي نقل عبء الخسارة - من طرف إلى آخر أن يكون بينهما اتفاق (أو عقد) يلزم الطرف الذى تم تحويل الخطر إليه بأن يقوم بدفع مبلغ معين (تعويض) للطرف الآخر فى حالة تحقق الخطر الذى تم تحويله. ومن الناحية الأخرى فإن هذا العقد يلزم الطرف الذى قام بتحويل الخطر بأن يدفع للطرف الآخر مبلغ معين على مدى الفترة التى يغطيها العقد. ومن هنا فإن تحويل الخطر بهذه الطريقة يمثل جوهر عملية التأمين ، وأن الاتفاق المبرم بين الطرفين السابق الإشارة إليهما يمثل عقد التأمين (أو يطلق عليه وثيقة التأمين أو بوليصة التأمين).

ويمكن تعريف التأمين طبقاً لما ورد فى القانون المدنى المصرى كما يلى :

"التأمين عقد يلتزم المؤمن بمقتضاه أن يودى إلى المؤمن له أو إلى المستفيد الذى اشترط التأمين لصاحبه مبلغاً من المال أو إيراداً مرتباً أو أى عوض مالى آخر فى حالة وقوع الحادث أو تحقق الخطر المبين بالعقد وذلك نظير قسط أو أية مدفوعات مالية أخرى يؤديها المؤمن له إلى المؤمن".

ومن هذا التعريف يمكن القول أن عقد التأمين يجب أن يشمل جميع عناصر التأمين وهى :

١- المؤمن (المؤمن لديه) : وهو الجهة التى تلتزم بدفع التعويض عن الخسائر الناتجة من وقوع الخطر المؤمن منه ، وهذه الجهة هى شركة التأمين أو أى هيئة أخرى يتم

التأمين لديها.

٢- المؤمن له (صاحب وثيقة التأمين) : وهو الشخص (أو المنظمة) الذي يقوم بالتعاقد

مع شركة التأمين ويقوم بدفع الأقساط الدورية لها.

٣- المستفيد : وهو الشخص (أو المنظمة) الذي يستحق مبلغ التعويض عن الخسائر

الناتجة من وقوع الخطر المؤمن منه. وقد يكون هذا المستفيد هو نفسه المؤمن له أو

قد يكون شخصاً آخر (أو منظمة أخرى).

٤- الشخص أو الشيء المؤمن عليه : وهو الشخص أو الشيء المعرض للخطر المؤمن

منه.

٥- مبلغ التأمين : ويمثل قيمة التعويض الذي يلتزم المؤمن بدفعه للمؤمن له أو

للمستفيد في حالة وقوع الخطر المؤمن ضده.

٦- فترة التأمين : وهي الفترة التي يسرى خلالها عقد التأمين وينتهي بانتهاؤها.

وكأى عقد آخر فإن عقد التأمين يخضع للمبادئ القانونية التي تحدد صحة

التعاقد.

الآخطار القابلة للتأمين :

من الصعب تصور أن شركات التأمين يمكن أن تقبل التأمين من جميع الآخطار

التي يمكن أن يتعرض لها الإنسان ، لأن ذلك قد يؤدي إلى تعرض هذه الشركات

لخسائر فادحة تؤدي إلى إنهيارها. وبناء على ذلك فقد استقر العرف - سواء في المجال

النظري أو في المجال التطبيقي - على ضرورة توافر شروط معينة في الآخطار التي تقبل

شركات التأمين تغطيتها ودفع تعويضات عن الخسائر التي تنشأ عنها ، وهذه الشروط

هي :

١- أن يكون الخطر محتمل الوقوع.

٢- أن يتحقق الخطر في المستقبل.

٣- ألا يتحقق الخطر بإرادة المؤمن له.

٤- أن يكون الخطر قابلاً للقياس الكمي.

٥- ألا يكون الخطر عاماً أو مركزاً.

٦- أن يتمخض الخطر عن خسائر مادية.

٧- ألا يكون من الصعب إثبات تحقق الخطر.

وقبل توضيح كل من هذه الشروط تجدر ملاحظة أن بعض الكتاب يطلقون على الشروط الثلاثة الأولى "الشروط العامة" وعلى الشروط الأربعة الأخيرة "الشروط الفنية" ، ولكن ذلك لا يؤثر في ضرورة توافر جميع الشروط في الخطر حتى يمكن التأمين منه. وفيما يلي توضيح لكل من هذه الشروط :

١- أن يكون الخطر محتمل الوقوع :

ويعنى ذلك ألا يكون الخطر مؤكداً الوقوع أو مستحيل الوقوع. فإذا كان الخطر مؤكداً الوقوع فمعنى ذلك أن كلاً من المؤمن والمؤمن له متيقن من تحقيق الخسارة الناتجة عن هذا الخطر. فبالنسبة للمؤمن نجد أنه يعلم تماماً - عند توقيع عقد التأمين - من أنه سوف يدفع مبلغاً معيناً كتعويض للمؤمن له ، وبالتالي يصبح هذا العقد غير مجدى بالنسبة له حتى وأن تحمل المؤمن له كافة المصروفات المرتبطة بذلك العقد. وبالنسبة للمؤمن له نجد أنه يعلم تماماً أيضاً بوقوع الخطر وتحقيق الخسارة - مثله في ذلك مثل المؤمن - وبالتالي فإن قسط التأمين الذى يجب عليه دفعه يزيد عن قيمة هذه الخسارة. والسبب في ذلك هو أن شركة التأمين سوف تحدد قيمة قسط التأمين مقابل المصروفات وربح الشركة من الوثيقة. وتجدر الإشارة إلى أن الخطر قد يكون مؤكداً الحدوث ولكن توقيته غير معلوم - كما هو الحال في خطر الوفاة - ولكنه يعتبر خطراً قابلاً للتأمين.

ومن الناحية الأخرى فإنه من غير المنطقي التأمين من خطر مستحيل الوقوع ، يستوى في ذلك المؤمن والمؤمن له. فمن جانب المؤمن نجد أن القسط الذى يجب أن يحصل عليه يعادل فقط قيمة المصروفات المرتبطة بالعقد بالإضافة إلى هامش ربح ،

وبالتالى لن يساهم هذا القسط فى تدعيم قدرة الشركة على دفع التعويضات لباقي المؤمن لهم. ومن جانب المؤمن له فإنه سوف يتحمل أقساط تأمين وهو يعلم أنه لن يحصل مقابلها على أى تعويض نتيجة لاستحالة تحقق الخطر المؤمن منه. وبناء على ذلك فإن الخطر المؤمن منه يجب أن يقع فى منطقة عدم التأكد أى بين احتمال ١٠٠٪ واحتمال صفر ٪ ، وكلاهما منطقة تأكد كما سبق القول.

٢- أن يتحقق الخطر فى المستقبل :

وهنا نجد أنه من غير المنطقي التأمين من خطر قد حدث فى الماضى ، كما هو الحال فى التأمين على سيارة قد تحطمت فعلاً نتيجة حادث فى الطريق ويرجع ذلك إلى :

- (أ) أن الخطر فى هذه الحالة قد أصبح مؤكد الوقوع لأنه وقع فى الماضى.
- (ب) أن الشيء المؤمن عليه - وهو السيارة - غير موجود أصلاً.
- (ج) أن تكلفة إحلال السيارة المخطمة - بالنسبة للمؤمن له - تعتبر أقل من قسط التأمين الذى سوف يكون مساوياً لقيمة السيارة بالإضافة إلى المصروفات وربح المؤمن.

ومن الناحية الأخرى نجد أنه من غير الممكن التأمين من خطر قد زال فعلاً ، كما هو الحال فى التأمين على بضاعة منقولة على سفينة وصلت سالمة إلى ميناء الوصول. ويرجع ذلك إلى :

- (أ) أن الخطر المؤمن منه قد أصبح مستحيل الوقوع.
- (ب) أن المؤمن له سوف يتحمل قسط تأمين وهو يعلم مسبقاً أنه لن يحصل مقابلة على أى تعويض.

٣- ألا يتحقق الخطر بإرادة المؤمن له :

ويعنى هذا الشرط أن يكون تحقق الخطر المؤمن منه أمراً عارضاً وليس بفعل المؤمن له أو المستفيد من وثيقة التأمين. فمثلاً لا يجوز للمؤمن له أو للمستفيد الحصول

على التعويض المنصوص عليه في وثيقة التأمين في الحالات الآتية :

- (أ) إذا أمن الشخص على أحد ممتلكاته من الحريق وتعهد إحداث حريق بها.
- (ب) إذا أمن شخص على حياته وانتحر فلا يجوز للمستفيد (أو المستفيدين) من التأمين الحصول على مبلغ التأمين إلا إذا أثبتوا أن المنتحر كان فاقداً لإرادته.
- (ج) إذا تسبب المستفيد من وثيقة التأمين على الحياة في قتل المؤمن عليه عمداً ، كما هو الحال عند قيام الزوج بالتأمين على حياته لصالح زوجته ثم تسببت عمداً في قتله.

(د) العامل الذي يتسبب عمداً في إصابة نفسه لا يحصل على تعويض إصابة عمل سواء من المؤمن أو من صاحب العمل.

وترجع أهمية هذا الشرط في مجال التأمين إلى ما يلي :

- (أ) أن تعمد وقوع الخطر يتنافى مع شرط احتمالية وقوع الخطر.
- (ب) أن هذا التعمد يجعل من التأمين مجالاً للإثراء غير المشروع.
- (ج) أن الخسائر المترتبة على وقوع الخطر لا تصيب المؤمن له فقط وإنما تصيب المجتمع ككل.

٤- أن يكون الخطر قابلاً للقياس الكمي :

سبق القول أن التأمين يقوم على أساس الأعداد الكبيرة والتي تمكن شركات التأمين من حساب احتمال تحقق الخطر بدقة معقولة. وبمقتضى قانون الأعداد الكبيرة فإنه كلما توافر لدى شركة التأمين عدداً أكبر من الوحدات المعرضة لنفس الخطر (الوحدات المؤمن عليها من نفس الخطر) كلما كان ذلك في صالح كل من المؤمن والمؤمن له. ولا يقتصر الأمر على توافر عدد كبير من الوحدات المعرضة لنفس الخطر في سنة معينة وإنما يشمل أيضاً توافر إحصاءات دقيقة عن سنوات ماضية فيما يتعلق بعدد الوحدات المعرضة لنفس الخطر وكذلك عدد الوحدات التي تحقق الخطر بالنسبة لها فعلاً ويرجع ذلك إلى أن توافر مثل تلك الإحصاءات يساعد على قياس الخطر

كمياً باستخدام احتمالات تحققه في المستقبل ، ثم استخدام احتمال تحقق الخطر في حساب قسط التأمين. ويتمثل صافي قسط التأمين في حاصل ضرب مبلغ التأمين في احتمال تحقق الخطر. المؤمن ضده ثم يضاف إلى ذلك مقابل المصروفات وربح المؤمن والناتج يمثل إجمالي القسط الذي يتحمله المؤمن له.

وهناك أخطار معينة تمكنت شركات التأمين من حساب احتمالات وقوعها بدقة معقولة - مثل خطر الوفاة - وذلك نظراً لتوافر احصاءات دقيقة عن حالات الوفاة وفترات طويلة ، وبالتالي أمكن حساب أقساط التأمين على الحياة بدقة معقولة أيضاً. ومن الناحية الأخرى فهناك أنواع من الأخطار يصعب حساب احتمال حدوثها بنفس الدرجة من الدقة مثل أخطار الزلازل والبراكين والفيضانات والحروب. ولذلك يحجم كثير من المؤمنين عن قبول التأمين من مثل تلك الأخطار نظراً لصعوبة حساب قسط التأمين المناسب لها. أما شركات التأمين التي تقبل مثل تلك الأخطار فإنها عادة ما تحدد قسط ميداني بشرط أن يتم النظر في مدى كفايته في نهاية العام على ضوء التعويضات التي تم دفعها فعلاً ، ويتوجب على ذلك إما زيادة قسط التأمين أو تخفيضه.

٥- ألا يكون الخطر هاماً أو مركزاً :

ومفهوم هذا الشرط هو تفادي تعرض المؤمن لدفع تعويضات ضخمة في نفس الوقت قد تؤثر على مركز المالى أو تؤدي إلى إفلاسه ، وبناء على ذلك فإن عدم عمومية أو تركيز الخطر يعنى ما يلى :

(أ) ألا تكون جميع الوحدات المؤمن عليها من نفس الخطر واقعة في منطقة جغرافية واحدة. مثال ذلك التأمين من الحريق على عدد معين من المنازل تقع في مدينة واحدة أو في حي واحد من المدينة. ففي هذه الحالة إذا حدث حريق في المدينة أو في الحي فسوف يضطر المؤمن إلى دفع تعويضاً أكبر بكثير مما كان يمكن دفعه إذا ما كانت هذه المنازل منتشرة في مدن مختلفة.

(ب) ألا يركز التأمين في وحدات ذات قيمة ضخمة لأن ذلك سوف يؤدي أيضاً إلى دفع تعويضات ضخمة في حالة تحقق الخطر المؤمن منه. على سبيل المثال نجد أن من الأفضل للمؤمن قبل التأمين على عشرة منازل قيمة كل منها مائة ألف جنيه في منطقة معينة عن قبول التأمين على منزل واحد قيمته مليون جنيه في نفس المنطقة.

(ج) ألا يكون الخطر من النوع الذي يصيب جميع فئات المجتمع في نفس الوقت مثل خطر الحرب وخطر الزلازل. ولكن - وكما سبق القول - فإن بعض شركات التأمين تقبل تغطية مثل هذه الأخطار ، ولكنها من الشركات ذات الإحتياطيات المالية الضخمة بالإضافة إلى أنها تطلب أقساط تأمين كبيرة بما يتناسب مع درجة الخطر.

٦- أن يتمنع عن الخطر عن خسائر مادية :

حيث أن عقد التأمين هو عقد تعويض فإن المؤمن ملتزم بتعويض المؤمن له عما لحقه من خسائر نتيجة تحقق الخطر المؤمن ضده ، أى إعادة مركز المؤمن له إلى الوضع الذي كان عليه قبل تحقق الخطر المؤمن منه. وبناء على ذلك فإنه يصعب تقدير التعويض عن الخسائر المعنوية التي قد تصيب المؤمن له (أو المستفيد) وذلك للأسباب الآتية :

(أ) بالنسبة للأخطار التي يترتب عليها خسائر معنوية - مثل خطر الوفاة - فإنه لم يتم التوصل بعد إلى مقاييس تحدد قيمة الخسارة في مثل تلك الحالات. ومثال ذلك الحزن الذي يصيب الزوج نتيجة وفاة زوجته أو الذي يصيب الزوجة نتيجة وفاة زوجها.

(ب) إن الخسارة المعنوية تختلف درجتها من شخص إلى آخر ، فالحزن الذي يصيب الأم نتيجة وفاة ابنها الوحيد يختلف درجته عن درجة الحزن الذي يصيب الزوج نتيجة وفاة زوجته.

(ج) إن الخسارة المعنوية تختلف من وقت إلى آخر بالنسبة لنفس الشخص. فدرجة الحزن الذي يصيب شخص معين نتيجة وفاة والده تتوقف على ما إذا كان هذا الشخص مازال طالباً يعتمد كلية على والده أم أنه قد تخرج وله عمل ثابت وتزوج وقام بتكوين أسرة مستقلة.

وقد يتساءل البعض عن وجود تأمين الحياة رغم صعوبة تقدير الخسائر المعنوية الناتجة عن خطر الوفاة. والواقع أن خطر الوفاة يترتب عليه - بالإضافة إلى الخسارة المعنوية - خسارة مادية متمثلة في فقدان الدخل الذي كان يحققه المتوفى لمن يعولهم. ولعلاج هذا التداخل بين الخسارة المادية والخسارة المعنوية - في حالة خطر الوفاة - فإن شركات التأمين تترك للمؤمن له تحديد مبلغ التأمين ، والذي سوف يتحدد قسط التأمين بناء عليه.

٧- ألا يكون من الصعب إثبات تحقق الخطر :

ويعني هذا الشرط أن يكون من الممكن إثبات أشياء عند تحقق الخطر هي : حدوث خسارة مادية للمؤمن له ، تحديد مكان وقوع الخطر ، تحديد زمان وقوع الخطر ، كما يتضح مما يلي :

(أ) لا يمكن التأمين من الحريق مثلاً على نقود ورقية يحتفظ بها الشخص في منزله ، وذلك لصعوبة تحديد قيمة الخسارة (قيمة النقود المحترقة) حيث أنه من السهل الغش والتحايل في مثل تلك الحالة.

(ب) بالنسبة للتأمين على الأشخاص لا يمكن التأمين من مرض لا تظهر له أعراض واضحة مثل ضعف الذاكرة ، حيث أن التحايل في هذه الحالة ممكن أيضاً.

(ج) أن يكون الخطر المؤمن منه قد تحقق أثناء فترة سريان وثيقة التأمين ، وبالتالي لا يمكن التأمين من خطر قد تحقق فعلاً قبل توقيع عقد التأمين أو بعد إنتهاء فترة سريان وثيقة التأمين.

المبادئ التى تحكم عقود التأمين :

تخضع عقود التأمين لبعض المبادئ القانونية التى تحكمها ، وذلك من أجل تنظيم نشاط التأمين وحتى لا يصبح عقد التأمين وسيلة لتحقيق مكاسب لطرف على حساب الآخر ، والمبادئ التى تحكم عقود التأمين هى :

- ١- مبدأ المصلحة التأمينية.
- ٢- مبدأ منتهى حسن النية.
- ٣- مبدأ السبب القريب.
- ٤- مبدأ التعويض.
- ٥- مبدأ الحلول.
- ٦- مبدأ المشاركة.

وتجدر الإشارة إلى أن المبادئ الثلاثة الأولى تنطبق على جميع عقود التأمين فى حين أن المبادئ الثلاثة الأخيرة لا تنطبق على تأمين الحياة كما سيتضح عند مناقشة كل مبدأ على حدة وفيما يلى شرح لكل من هذه المبادئ :

١- مبدأ المصلحة التأمينية :

يقصد بالمصلحة التأمينية هنا أن تكون للمؤمن له مصلحة فى بقاء الشئ المؤمن عليه وليس العكس ، أى أنه يترتب على هلاك الشئ المؤمن عليه خسارة مادية للمؤمن له. وفى هذا الصدد تنص المادة ٧٤٩ من القانون المدنى المصرى على أنه "يكون محلاً للتأمين كل مصلحة اقتصادية مشروعة تعود على الشخص من عدم وقوع خطر معين". ويقصد بالمشروعية هنا ألا تكون المصلحة التأمينية مخالفة للنظام العام والآداب ، حيث لا يجوز مثلاً التأمين على شحنة مخدرات مهربة إلى إحدى الدول.

وفى مجال تأمينات الحياة يجب أيضاً توافر المصلحة التأمينية ، وهذه المصلحة قد تكون مادية فقط أو قد تكون خليط بين المصلحة المادية والمصلحة المعنوية كما يتضح مما يلى :

(أ) قد تقوم إحدى الشركات بالتأمين على حياة أحد المديرين بها ، وذلك لأن هذا المدير يعتبر أساس نجاح الشركة وأن استمراره على قيد الحياة يعتبر استمراراً

لنجاحها. في هذه الحالة نجد أن أصحاب الشركة لهم مصلحة مادية في التأمين على هذا المدير لأن وفاته تعنى تكبد الشركة لخسائر معينة ، أو أن وفاته تعنى أحجام أو تردد بعض البنوك في تقديم التمويل اللازم للشركة.

(ب) قد يقوم أحد الأزواج بالتأمين على حياة زوجته ، وذلك لأن بقاء هذه الزوجة على قيد الحياة فيه محافظة على كيان الأسرة واستقرارها. في هذه الحالة نجد أن الزوج له مصلحة معنوية في بقاء زوجته على قيد الحياة لأن وفاتها - بالإضافة إلى الحزن الذي تسببه للزوج - تعنى اضطراب حياة الأسرة وما ينتج عن ذلك من متاعب.

أما في مجال التأمين على الأشياء فإن توافر المصلحة التأمينية لا يعنى بالضرورة أن يكون الشخص مالكاً للشيء المؤمن عليه ، ولكن يكفي أن تكون له مصلحة مادية في عدم تعرض الشيء المؤمن عليه للخطر المؤمن منه. فمثلاً يمكن للدائن المرتهن التأمين على الشيء المرهون مقابل دينه وكذلك يمكن لمعهد النقل أن يؤمن على البضائع التي يقوم بنقلها لحساب الغير. فالدائن المرتهن له مصلحة مادية في بقاء الشيء المرهون حتى يضمن استيفاء الدين ، وكذلك معهد النقل له مصلحة مادية في بقاء الشيء الذي يقوم بنقله لأنه سوف يلتزم بتعويض أصحاب هذه البضائع في حالة تعرضها للهلاك.

والسؤال الآن : هل يجب توافر المصلحة التأمينية عند التعاقد أم عند وقوع الخطر أم في الحالتين ؟ الإجابة هي أن ذلك يتوقف على نوع العقد كالاتي :

(أ) إذا كان عقد التأمين عقداً شخصياً فيجب توافر المصلحة التأمينية عند التعاقد وعند وقوع الخطر ، لأن نقل عقد التأمين من شخص إلى آخر يتطلب الموافقة الكتابية للمؤمن على هذا النقل. مثال لذلك وثائق تأمين الحريق ووثائق تأمين الحوادث.

(ب) إذا كان عقد التأمين غير شخصي فإنه يكفي توافر المصلحة التأمينية عند وقوع

الخطر فقط ، لأن نقل عقد التأمين من شخص إلى آخر لا يتطلب موافقة المؤمن .
 مثل ذلك قيام شخص بالتأمين على بضائع أثناء نقلها بالسفينة من بلد إلى آخر
 (تأمين بحري) . فى هذه الحالة إذا قام المؤمن له الأصلي ببيع البضائع إلى شخص
 آخر فإن عقد التأمين ينتقل إلى المالك الجديد دون شرط موافقة المؤمن ، ويصبح
 من حقه المطالبة بالتعويض فى حالة تعويض هذه البضائع للخطر المؤمن منه .

٢- مبدأ منتهى حسن النية :

ويعنى هذا المبدأ التزام طرفى التعاقد بالصراحة التامة والوضوح التام سواء
 فى المفاوضات التى تسبق التعاقد أو فى المعلومات التى يتضمنها عقد التأمين ،
 ويسرى هذا المبدأ على كل من المؤمن له والمؤمن ، فهناك مقولة مؤداها أنه إذا كانت
 معظم العقود العادية عقود حسن نية فإن عقد التأمين هو عقد منتهى حسن النية .
 ويعنى ذلك بالنسبة للمؤمن أن يوضح فى عقد التأمين كل ما من شأنه أن يؤثر على
 قبول الطرف الآخر التأمين من عدمه ، سواء تعلق ذلك بشروط التأمين أو مدته أو أية
 قيود على موضوع التعاقد . وللتدليل على مدى أهمية توالى منتهى حسن النية لدى
 المؤمن أنه فى بعض الدول كانت شركات التأمين تكتب عقود التأمين بحيث تظهر
 مزايا العقد وحقوق المؤمن له بخط أكبر من الخط الذى تكتب به القيود والشروط
 المفروضة على المؤمن له ، فما كان من السلطات المختصة إلا أن فرضت على جميع
 شركات التأمين أن تكتب كل ما يتعلق بالعقد بنفس الحجم من الخط .

وبالنسبة للمؤمن له فالأمر أكثر أهمية لأنه بناء على البيانات والمعلومات
 التى يقدمها للمؤمن يقرر الأخير قبول التأمين من عدمه . ويرجع التركيز على هذا
 المبدأ بالنسبة للمؤمن له إلى أن البيانات والمعلومات الخاصة بشركات التأمين وشروط
 التعاقد موحدة ومطبوعة فى وثائق غطية يمكن لأى شخص الإطلاع عليها ، أما
 البيانات والمعلومات المتعلقة بالمؤمن له والشئ أو الشخص موضوع التأمين فيرجع
 جزء كبير منها إلى أمانة ودقة هذا الشخص . وبالتالي فإن الإخلال بمبدأ منتهى حسن

النية عادة ما يأتي من جانب المؤمن له أكثر من كونه من قبل المؤمن .
 ويرتب على الإخلال بمبدأ منتهى حسن النية أن يكون العقد إما باطلاً بطلاناً
 مطلقاً أو قابلاً للبطلان ، حيث يتوقف ذلك على تعمد المؤمن له أو عدم تعمده
 تضليل الطرف الآخر . ويحدث هذا التضليل في حالتين هما إخفاء بعض البيانات
 وإعطاء بيانات كاذبة .

أ- إخفاء بعض البيانات :

حيث أن هناك بعض البيانات التي قد تكون ذات أهمية بالنسبة للمؤمن
 ولكن المؤمن له لم يدلي بها سواء تم ذلك سهواً أو عن قصد ، وفي كلتا الحالتين يكون
 عقد التأمين قابلاً للبطلان وبالتالي يصبح من حق المؤمن إما إلغاء العقد نهائياً أو تعديل
 بعض شروطه أو تعديل قسط التأمين . وفي أى الأحوال فإن على المؤمن إثبات أن هذه
 البيانات ذات أهمية وتؤثر في شروط التعاقد وقسط التأمين ، أما إذا انت هذه
 البيانات غير جوهرية يظل العقد سارياً مع أحقية المؤمن في تعديل شروطه . ومن أمثلة
 البيانات الجوهرية التي قد يخفيها المؤمن له وجود مرض وراثي في العائلة ، ومن أمثلة
 البيانات غير الجوهرية أغفال المؤمن له ذكر أنه يستخدم سيارته في طرق غير ممهدة .

ب- إعطاء بيانات كاذبة :

في هذه الحالة يقوم المؤمن له بإعطاء بيانات تخالف الحقيقة سواء عن نفسه أو
 عن الشيء المؤمن عليه ، وقد يكون ذلك بحسن نية كأن يذكر الرجل أن له زوجة
 واحدة رغم أن له زوجتين . وذلك حتى لا تكتشف زوجته الأولى أنه متزوج من
 أخرى بدون علمها . ومن أمثلة البيانات الكاذبة المعطاة عن قصد أن ينكر المؤمن له
 وجود مواد سريعة الاشتعال ضمن محتويات المخازن التي يريد التأمين عليها . فإذا
 كانت البيانات الكاذبة المعطاة من المؤمن له جوهرية فإن العقد يكون قابلاً للبطلان إذا
 ثبت حسن النية وباطلاً مطلقاً إذا أثبت سوء النية لدى المؤمن له . وهنا يقع على المؤمن
 عبء إثبات جوهرية البيانات وإثبات سوء نية المؤمن له .

٣- مبدأ السبب القريب :

المقصود بالسبب القريب هنا ليس قربة في الزمان أو المكان ، وإنما المقصود هو السبب الفعال الذى أدى إلى حدوث الخسارة ، أو الذى بدأ سلسلة من الأحداث المتصلة أدت فى النهاية إلى حدوث الخسارة بحيث لا يدخل ضمن سلسلة الأحداث هذه أحد الأخطار المستثناة فى وثيقة التأمين وفيما يلى بعض الأمثلة التى توضح هذا المبدأ :

(أ) إذا أمن شخص على منزله من الحريق ثم حدث حريق فى أحد طوابق المنزل ، وبعد إخماد النيران ظهرت خسائر فى الطابق الذى يعلوه بسبب الدخان وخسائر فى طابقين أسفل منه سبب المياه الناتجة عن إخماد النيران. ففى هذه الحالة يعتبر الحريق هو السبب القريب لكل هذه الخسائر سواء كانت الطوابق الأخرى مملوكة للمؤمن له أم لا .

(ب) إذا أمن شخص على مصنعه من الحريق ثم حدث حريق فى المصنع ، وعند حضور سيارة الإطفاء اصطدمت بإحدى السيارات الواقفة بالقرب من المصنع فأحدثت بها تلفيات جسيمة. فى هذه الحالة لا يعتبر الحريق هو السبب القريب للتحطيم الذى أصاب السيارة سواء كانت مملوكة لصاحب المصنع أو لغيره .

(ج) من الحوادث الطريقة فى هذا المجال ما حدث فى الولايات المتحدة الأمريكية حين قامت إحدى الشركات بالتأمين على أحد مصانعها من الحريق ، ثم حدث حريق بسيط فى أحد أبراج الكهرباء الواقعة فى أحد أطراف المصنع مما أدى إلى حدوث خلل فى الدائرة الكهربائية ، هذا الخلل ترتب عليه دوران إحدى الماكينات بسرعة كبيرة جدا مما أدى إلى قطع أحد السيور وبالتالي أصبحت "الحداثة" (وهى عجلة معدنية ثقيلة) تدور بلا ضابط حتى انفصلت عن مكانها بعنف محطمة بعض الآلات وجزء من المبنى. فى هذه الحالة اعتبرت المحكمة أن الحريق البسيط الذى شب فى برج الكهرباء هو السبب القريب للخسائر التى

حدثت في كل من الآلات والمبنى ، لأن هذا الحريق هو الذى بدأ سلسلة من الأحداث المتصلة أدت فى النهاية إلى وقوع الخسائر المذكورة.

و خلاصة ما تقدم هي :

- (أ) إذا كان الخطر المؤمن منه هو السبب الوحيد لحدوث الخسارة أو كان الخطر المؤمن منه معاصراً لخطر أو لأخطار أخرى غير مستثناة فى الوثيقة ، فإن الخطر المؤمن منه يكون هو السبب القريب لحدوث الخسارة.
- (ب) إذا كان الخطر المؤمن منه معاصراً لخطر آخر أو أخطار مستثناة ، وأمكن فصل الخسائر الخاصة بكل حادث على حده فإن المؤمن له يستحق تعويض عن الخسائر الناتجة عن الخطر المؤمن منه فقط. أما إذا كانت ظروف الحالة يصعب فيها فصل الخسائر عن بعضها فإن مطالبة المؤمن له بالتعويض تعتبر غير صحيحة.
- (ج) إذا كان الخطر المؤمن منه قد بدأ سلسلة من الحوادث المتعاقبة أدت فى النهاية إلى وقوع الخسارة ، أو إذا جاء كحادث فى سلسلة حوادث بدأها خطر آخر ولم يدخل فى هذه السلسلة أى خطر مستثنى فإن الخطر المؤمن منه يعتبر السبب القريب لحدوث الخسارة. أما إذا تدخل فى هذه السلسلة خطر مستثنى وكان هذا الخطر سابقاً للخطر المؤمن منه فليس للمؤمن له الحق فى التعويض طالما أن الخسارة الناشئة عن الخطر المؤمن منه هى نتيجة مباشرة وطبيعية للخطر المستثنى.
- (د) فى الحالات التى يوجد فيها سلسلة من الحوادث غير المتصلة ، فإن مطالبة المؤمن له بالتعويض تكون صحيحة بالنسبة للخسائر الناتجة عن الخطر المؤمن منه فقط.

٤- مبدأ التعويض :

يقضى هذا المبدأ بأن يقوم المؤمن بتعويض المؤمن له عما لحقه من خسائر بحيث لا يزيد هذا التعويض عن مبلغ التأمين ، وذلك حتى لا يكون التأمين مجالاً للإثراء غير المشروع من جانب المؤمن له. فإذا قام أحد الأشخاص بالتأمين على إحدى

ممتلكاته من السرقة وهو يعلم أنه يمكنه الحصول على تعويض أكبر من قيمة الشيء المؤمن عليه أو أكبر من قيمة مبلغ التأمين فإنه سوف يعتمد الإهمال في المحافظة على الشيء المؤمن عليه حتى يحقق ربحاً من عملية التأمين. وفي هذا الصدد تنص المادة ٧٥١ من القانون المدني المصري على أنه "لا يلتزم المؤمن في تعويض المؤمن له إلا عن الضرر الناتج عن وقوع الخطر المؤمن منه ، بشرط ألا يتجاوز ذلك قيمة التأمين". وهنا يجب أن نتذكر أن مبدأ التعويض - كذلك مبدأى الحلول والمشاركة - لا ينطبق على تأمينات الأشخاص باستثناء تأمين المرض ، وذلك لأن وفاة الإنسان أو فقد أحد أعضائه لا تقدر بمال ، وبالتالي يكون التعويض مساوياً لمبلغ التأمين المحدد في الوثيقة. ومن الناحية الأخرى فإن مبدأ التعويض ينطبق على تأمين المسؤولية المدنية ، حيث أنه المؤمن يلتزم بتعويض الشخص الذي أصابه الضرر بما لا يتجاوز الحدود المنصوص عليها في عقود التأمين.

٥- مبدأ الحلول :

يعنى هذا المبدأ أحقية المؤمن في أن يحمل محل المؤمن له فيما يتعلق بحقوقه تجاه من تسبب في حدوث الخسارة في الشيء المؤمن عليه. وحيث أن هذا المبدأ ينطبق على العقود الخاضعة لمبدأ التعويض فإن مغزاه هو تفادى الإثراء غير المشروع من جانب المؤمن له نتيجة حصوله على التعويض مرتين. ولتوضيح ذلك نفرض أن شخصاً قد أمن على سيارته بمبلغ عشرة آلاف جنيه ، ثم تعرضت السيارة لحادث أحدث بها تلفيات قيمتها ٢٠٠٠ جنيه. في هذه الحالة فإن من حق صاحب السيارة مطالبة شركة التأمين بتعويض عن هذه الخسارة ، ولكن إذا كانت الخسارة ناتجة عن خطأ شخص آخر فإن من حق المؤمن له أيضاً مقاضاة المتسبب في الخسارة والحصول منه على تعويض ، وبالتالي يكون قد حصل على تعويض يفوق قيمة الخسارة مما يتنافى مع مبدأ التعويض الذى يقوم عليه التأمين. ومن أجل ذلك فقد أجاز القانون لشركة التأمين - بعد أن تدفع للمؤمن له التعويض المحدد في الوثيقة - أن تحمل محل المؤمن له في

مقاضاة المتسبب في الضرر والحصول منه على تعويض طبقاً لما تقرره المحكمة.

٦- مبدأ المشاركة :

يظهر مبدأ المشاركة عندما يقوم شخص أو منظمة بالتأمين على نفس الشيء لدى أكثر من مؤمن. وبالتالي فإن هذا المبدأ يقضى بأنه عند حدوث خسارة في الشيء المؤمن عليه فإن التعويض الذي يستحقه المؤمن له يتقاسمه المؤمنون كل بنسبة المبلغ المؤمن به لديه إلى إجمالي مبلغ التأمين ، وهنا يجب ملاحظة ما يأتي :

(أ) أن أقصى تعويض يمكن أن يتحمله المؤمن الواحد لا يجب أن يزيد عن مبلغ التأمين لديه ، وبالتالي لن يحصل المؤمن له على تعويض أكثر من إجمالي المبالغ المؤمن بها لدى جميع المؤمنين.

(ب) إن إجمالي التعويض الذي يحصل عليه المؤمن له من جميع المؤمنين يجب ألا يزيد عن قيمة الخسائر التي لحقت به وذلك تطبيقاً لمبدأ التعويض.

(ج) أن وثائق التأمين يمكن أن تتضمن شرط النسبية ، وبالتالي يمكن أن يكون إجمالي التعويض الذي يحصل عليه المؤمن له أقل من قيمة الخسارة ويتحمل هو الفرق.

ويتطلب تطبيق مبدأ المشاركة توافر الشروط الآتية :

(أ) أن تغطي جميع الوثائق نفس الشيء المؤمن عليه.

(ب) أن تغطي جميع الوثائق نفس الخطر المؤمن منه.

(ج) أن تكون المصلحة التأمينية واحدة في جميع الوثائق.

(د) أن تكون جميع الوثائق سارية المفعول وقت وقوع الخطر المؤمن منه.

وقد كان من المتعارف عليه - وفي ظل مبدأ المشاركة - أنه عند تحقق الخطر

المؤمن منه فإن المؤمن له يمكنه الرجوع على أحد المؤمنين والحصول منه على التعويض كاملاً ، ثم يقوم هذا المؤمن بمطالبة كل من المؤمنين بنصيبه في التعويض الذي تم دفعه للمؤمن له. وحتى يمكن تفادي المشاكل التي يمكن أن تصاحب مطالبة المؤمنين بعضهم البعض بمخصصهم في التعويض فإن شركات التأمين أصبحت تضيف وثائقها ما يعرف

بشرط المشاركة. ومؤدى هذا الشرط أن يقوم المؤمن له بمطالبة كل مؤمن على حدة بنصيبه فى التعويض ، وبالتالي عدم جواز الرجوع على مؤمن واحد ومطالبته بالتعويض كاملاً.

ويتحدد نصيب كل مؤمن فى التعويض على أساسين :

الأول : إجمالى مبالغ التأمين لدى المؤمنین.

الثانى : ما إذا كانت الوثائق تتضمن شرط النسبية أم أنها لا تتضمن هذا الشرط.

ويمكن توضيح ذلك بالأمثلة الآتية :

أولاً - إذا كان إجمالى مبالغ التأمين مساوياً للقيمة الشئ المؤمن عليه (التأمين الكافى)

على سبيل المثال إذا قام أحد الأشخاص بالتأمين على عقار من الحريق لدى

ثلاثة مؤمنين على النحو التالى :

• لدى المؤمن (أ) بمبلغ ٧٠٠٠٠ ج.

• لدى المؤمن (ب) بمبلغ ٨٠٠٠٠ ج.

• لدى المؤمن (ج) بمبلغ ٥٠٠٠٠ ج.

وقد شب حريق ترتب عليه خسائر فى العقار قيمتها ٦٠٠٠٠ جنيه حيث

كانت قيمة العقار فى ذلك الوقت ٢٠٠٠٠٠ جنيه.

فى هذه الحالة نجد أن مجموع مبالغ التأمين -

$$٧٠٠٠٠ + ٨٠٠٠٠ + ٥٠٠٠٠ = ٢٠٠٠٠٠ جنيه$$

أى أن إجمالى مبالغ التأمين - قيمة العقار المؤمن عليه.

∴ التأمين فى هذه الحالة تأمين كافى ، وبالتالي نتوقع أن يحصل المؤمن له على

تعويض مساوى لقيمة ما لحقه من خسائر ، وتحدد حصة كل مؤمن فى التعويض

طبقاً للمعادلة الآتية :

$$\text{حصة كل مؤمن} = \text{قيمة الخسارة} \times \frac{\text{مبلغ التأمين لديه}}{\text{إجمالى مبالغ التأمين لدى جميع المؤمنین}}$$

$$\therefore \text{حصة المؤمن (أ)} = \frac{70000}{200000} \times 60000 = 21000 \text{ جنيه}$$

$$\text{حصة المؤمن (ب)} = \frac{80000}{200000} \times 60000 = 24000 \text{ جنيه}$$

$$\text{حصة المؤمن (ج)} = \frac{50000}{200000} \times 60000 = 15000 \text{ جنيه}$$

$$\therefore \text{إجمالي التعويض} = 21000 + 24000 + 15000 = 60000 \text{ جنيه}$$

وهو مساوى لقيمة الخسارة.

فإذا افترضنا في المثال السابق أن العقار قد احترق بالكامل فإن قيمة الخسارة = 200000 جنيه ، وتحدد حصة كل مؤمن في التعويض طبقاً لنفس المعادلة السابقة:

$$\therefore \text{حصة المؤمن (أ)} = \frac{70000}{200000} \times 200000 = 70000 \text{ جنيه}$$

$$\text{حصة المؤمن (ب)} = \frac{80000}{200000} \times 200000 = 80000 \text{ جنيه}$$

$$\text{حصة المؤمن (ج)} = \frac{50000}{200000} \times 200000 = 50000 \text{ جنيه}$$

$$\therefore \text{إجمالي التعويض} = 70000 + 80000 + 50000 = 200000 \text{ جنيه}$$

وهو مساوى لقيمة الخسارة.

ثانياً - إذا كان إجمالي مبالغ التأمين يفوق قيمة الشئ المؤمن عليه (التأمين الزائد) :

إذا افترضنا في المثال السابق أن قيمة العقار وقت نشوب الحرق كان 150000 جنيه فإن التأمين في هذه الحالة يصبح تأميناً زائداً.

أى أن إجمالي مبالغ التأمين (200000 جنيه) أكبر من قيمة العقار المؤمن عليه (150000 جنيه) ولكن ذلك لا يعطى للمؤمن له الحق في الحصول على

تعويض يفوق ما لحقه من خسائر ، وتحدد حصة كل مؤمن فى التعويض طبقاً لنفس المعادلة السابقة.

وبناء على ذلك فإن فى حالة حدوث خسارة فى العقار قيمتها ٦٠.٠٠٠ جنيه فإن حصة كل مؤمن فى التعويض سوف تكون مساوية لها فى حالة التأمين الكافى ٢١.٠٠٠ جنيه للمؤمن (أ) ، ٢٤.٠٠٠ جنيه للمؤمن (ب) ، ١٥.٠٠٠ جنيه للمؤمن (ج).

وفى حالة احراق العقار بالكامل (أى أن قيمة الخسارة = ١٥٠.٠٠٠ جنيه) فإن حصة كل مؤمن فى التعويض تتحدد طبقاً للمعادلة السابقة أيضاً ، ويتم حساب التعويض كالتالى :

$$\therefore \text{حصة المؤمن (أ)} = \frac{٧.٠٠٠}{٢٠.٠٠٠} \times ١٥٠.٠٠٠ = ٥٢٥.٠٠ \text{ جنيه}$$

$$\text{حصة المؤمن (ب)} = \frac{٨.٠٠٠}{٢٠.٠٠٠} \times ١٥٠.٠٠٠ = ٦٠.٠٠٠ \text{ جنيه}$$

$$\text{حصة المؤمن (ج)} = \frac{٥.٠٠٠}{٢٠.٠٠٠} \times ١٥٠.٠٠٠ = ٣٧٥.٠٠ \text{ جنيه}$$

$$\therefore \text{إجمالى التعويض} = ٣٧٥.٠٠ + ٦٠.٠٠٠ + ٥٢٥.٠٠ = ١٥٠.٠٠٠ \text{ جنيه}$$

وهو مساوى لقيمة الخسارة.

مثال - إذا كان إجمالى مبالغ التأمين أقل من قيمة الشئ المؤمن عليه (التأمين الناقص) بافتراض أن أحد رجال الأعمال قد قام بالتأمين على مخزن بضائع من السرقة لدى ثلاثة مؤمنين على النحو التالى :

- لدى المؤمن (أ) بمبلغ ٢٥.٠٠٠ ج.
- لدى المؤمن (ب) بمبلغ ٢٠.٠٠٠ ج.
- لدى المؤمن (ج) بمبلغ ٣٥.٠٠٠ ج.
- ج ٨٠.٠٠٠

- والمطلوب : حساب التعويض الذى يستحقه المؤمن له فى الحالات الآتية :
- الحالة الأولى : سرقة ما قيمته ٤٠٠٠٠ جنيه من المخزن ، حيث كانت قيمة البضاعة فى ذلك الوقت ١٠٠٠٠٠ جنيه.
 - الحالة الثانية : سرقة ما قيمته ٩٠٠٠٠ جنيه من المخزن ، حيث كانت قيمة البضائع فى ذلك الوقت ١٢٠٠٠٠ جنيه.

الحل

فى هذه الحالة لا يعرف ما إذا كانت هذه الوثائق تتضمن شرط النسبية أم أنها لا تتضمن هذا الشرط. وبناء على ذلك فإننا نقوم بحساب قيمة التعويض مرتين فى كل حالة ، مرة بافتراض أن الوثائق تتضمن شرط النسبية ومرة أخرى بافتراض أن الوثائق لا تتضمن شرط النسبية ، وذلك على النحو التالى :

- الحالة الأولى - سرقة ما قيمته ٤٠٠٠٠ جنيه :

فى هذه الحالة نجد أن إجمالى مبالغ التأمين -

$$٢٥٠٠٠ + ٢٠٠٠٠ + ٣٥٠٠٠ = ٨٠٠٠٠ \text{ جنيه.}$$

فى حين أن قيمة البضائع فى المخزن - ١٠٠٠٠٠ جنيه.

∴ التأمين هنا تأمين ناقص.

إذا كانت الوثائق تتضمن شرط النسبية :

وهنا يتم حساب حصة كل مؤمن فى التعويض طبقاً للمعادلة الآتية :

$$\text{حصة كل مؤمن} = \text{قيمة الخسارة} \times \frac{\text{مبلغ التأمين}}{\text{قيمة الشئ المؤمن عليه وقت وقوع الخطر}}$$

$$\therefore \text{حصة المؤمن (أ)} = ٤٠٠٠٠ \times \frac{٢٥٠٠٠}{١٠٠٠٠٠} = ١٠٠٠٠ \text{ جنيه}$$

$$\text{حصة المؤمن (ب)} = ٤٠٠٠٠ \times \frac{٢٠٠٠٠}{١٠٠٠٠٠} = ٨٠٠٠ \text{ جنيه}$$

$$\text{حصة المؤمن (ج)} = \frac{35000}{100000} \times 40000 = 14000 \text{ جنيه}$$

$$\therefore \text{إجمالي التعويض} = 14000 + 8000 + 10000 = 32000 \text{ جنيه}$$

$$\text{أى أن ما يتحمله المؤمن له} = \text{قيمة الخسارة} - \text{قيمة التعويض} = 40000 - 32000 = 8000 \text{ جنيه}$$

إذا كانت الوثائق لا تتضمن شرط النسبية :

كقاعدة عامة فإنه إذا كانت وثائق التأمين لا تتضمن شرط النسبية ، وكانت قيمة الخسارة أقل من إجمالي مبالغ التأمين فإن المؤمن له يحصل على تعويض مساوى لقيمة هذه الخسارة. وفي هذه الحالة فإن حصة كل مؤمن فى التعويض يتم حسابها طبقاً للمعادلة الآتية :

$$\text{حصة كل مؤمن} = \frac{\text{مبلغ التأمين}}{\text{إجمالي مبالغ التأمين}} \times \text{قيمة الخسارة}$$

$$\therefore \text{حصة المؤمن (أ)} = \frac{25000}{80000} \times 40000 = 12500 \text{ جنيه}$$

$$\text{حصة المؤمن (ب)} = \frac{20000}{80000} \times 40000 = 10000 \text{ جنيه}$$

$$\text{حصة المؤمن (ج)} = \frac{35000}{80000} \times 40000 = 17500 \text{ جنيه}$$

$$\therefore \text{إجمالي التعويض} = 12500 + 10000 + 17500 = 40000 \text{ ج}$$

وهو مساوى لقيمة الخسارة.

• الحالة الثالثة - سرقة ما قيمته 90000 جنيه :

فى هذه الحالة نجد أن إجمالي مبالغ التأمين -

$$= 25000 + 20000 + 35000 = 80000 \text{ جنيه}$$

فى حين أن قيمة البضائع فى المخزن = 120000 جنيه.

∴ التأمين هنا تأمين ناقص.

إذا كانت الوثائق تتضمن شرط النسبية :

وهنا يتم حساب حصة كل مؤمن في التعويض طبقاً للمعادلة الآتية :

$$\text{حصة كل مؤمن} = \text{قيمة الخسارة} \times \frac{\text{مبلغ التأمين}}{\text{قيمة الشيء المؤمن عليه وقت وقوع الخطر}}$$

$$\therefore \text{حصة المؤمن (أ)} = \frac{25000}{120000} \times 90000 = 18750 \text{ جنيه}$$

$$\text{حصة المؤمن (ب)} = \frac{20000}{120000} \times 90000 = 15000 \text{ جنيه}$$

$$\text{حصة المؤمن (ج)} = \frac{35000}{120000} \times 90000 = 26250 \text{ جنيه}$$

$$\therefore \text{إجمالي التعويض} = 18750 + 15000 + 26250 = 60000 \text{ جنيه}$$

أى أن ما يتحمله المؤمن له = 90000 - 60000 = 30000 جنيه.

إذا كانت الوثائق لا تتضمن شرط النسبية :

كقاعدة عامة فإنه إذا كانت وثائق التأمين لا تتضمن شرط النسبية ، وكانت

قيمة الخسارة أكبر من إجمالي مبالغ التأمين فإن المؤمن له يحصل على تعويض من كل

مؤمن مساوى لمبلغ التأمين لدى المؤمن. وهذا هو الحد الأقصى الذى يمكن للمؤمن له

الحصول عليه ، تطبيقاً لمبدأ التعويض.

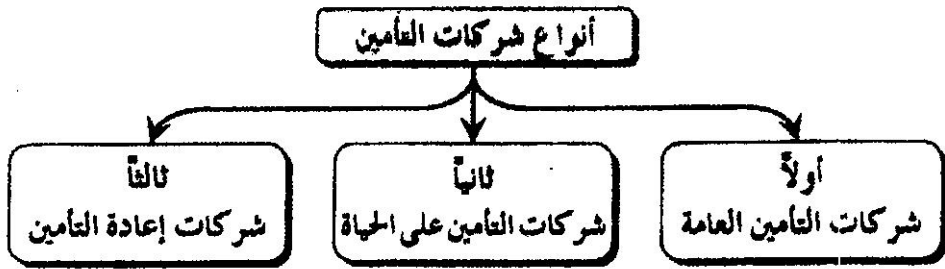
$$\bullet \text{ حصة المؤمن (أ)} = \text{مبلغ التأمين لديه} = 25000 \text{ جنيه}$$

$$\bullet \text{ حصة المؤمن (ب)} = \text{مبلغ التأمين لديه} = 20000 \text{ جنيه}$$

$$\bullet \text{ حصة المؤمن (ج)} = \text{مبلغ التأمين لديه} = 35000 \text{ جنيه}$$

$$\therefore \text{إجمالي التعويض} = 25000 + 20000 + 35000 = 80000 \text{ ج}$$

أى أن ما يتحمله المؤمن له = 90000 - 80000 = 10000 جنيه.



أولاً - شركات التأمين العامة :

ويقصد بها شركات التأمين على الممتلكات والمسئولية المدنية Property And Liability Insurance Companies ويقصد بها الشركات التي تقوم بالتأمين العام الذي يشمل جميع أنواع التأمين ما عدا التأمين على الحياة والتأمين الصحي.

الخدمات التأمينية التي تقدمها شركات التأمين العامة :

١- التأمين على الممتلكات :

ويقصد به تأمين الأفراد والمنشآت ضد الخسائر المالية الناتجة عن تلف أو فقدان ممتلكاتهم نتيجة لتعرضها لأخطار معينة مثل السرقة أو الحريق أو الفيضانات أو الزلازل إلخ ومثال ذلك تأمين المصانع والمحلات والمنازل. وكذلك تأمين السيارات ضد الحوادث أو السرقات.

٢- التأمين ضد المسئولية المدنية :

ويقصد به تأمين الأفراد والمنشآت ضد الخسائر المالية المترتبة على مسئوليات قانونية نتيجة قيام المؤمن عليه بتصرفات تلحق أضراراً بالغير كتأمين المسئوليات المرتبط باستخدام السيارات. وبموجب هذا التأمين تقوم شركة التأمين بتعويض الآخرين تعويضاً مالياً نتيجة للأضرار التي تلحق بهم بسبب تصرفات المؤمن عليهم.

ثانياً - شركات التأمين على الحياة :

هي شركات التأمين التي تقوم بتأمين الأفراد ضد المخاطر المالية الناتجة عن وقوع أحداث معينة كالوفاة أو العجز أو المرض أو التقاعد.

الخدمات التأمينية التي تقدمها شركات التأمين على الحياة :

من التعريف السابق يتضح أن شركات التأمين على الحياة تقدم الخدمات التأمينية الآتية التي تتمثل في الثلاث أنواع الآتية من الوثائق :

١- وثائق التأمين ضد المخاطر المالية الناجمة عن الوفاة وتسمى وثائق التأمين على الحياة Life Insurance Policies.

٢- وثائق التأمين ضد المخاطر المالية الناجمة عن المرض والحوادث Accident and Health Insurance Policies.

٣- وثائق التأمين ضد المخاطر المالية الناجمة عن التقاعد Insurance Policies Against the Risk of Retirement.

ثالثاً - شركات إعادة التأمين :

مفهوم إعادة التأمين : Reinsurance

وتنشأ عملية إعادة التأمين عن وجود عرض مقدم لشركة تأمين بمبلغ تأمين مرتفع القيمة أو مبلغ ضخيم مركز في وثيقة تأمين واحدة مما يؤدي إلى إصابة الشركات بخسائر فادحة في حالة تحقق الخطر. وفي نفس الوقت فإن رفض الشركة لتلك العملية التأمينية الكبيرة يضيع على الشركة فرصة الحصول على عائد مرتفع من الأقساط والعمولة وكذلك اكتساب عميل جديد قد يكون هاماً بالنسبة لشركة التأمين.

وهنا يكون الحل الأمثل هو قبول شركة التأمين العملية المعروضة عليها ثم تحتفظ لنفسه بالجزء المناسب لقدرتها من العملية وتعيد تأمين الجزء الباقي لدى شركة تأمين أو عدة شركات تأمين أخرى.

وبالتالي يتم توزيع أو تفتيت الخطر على عدة مؤمنين مختلفين. ويصبح الخطر جيداً وقابلاً للتأمين بعد أن كان خطراً مركزاً. على أن تتفق الشركات فيما بينها على اقتسام الأقساط والتعويضات.

ولذلك يتضح أن هناك عدة عناصر لعملية إعادة التأمين هي :

- ١- عملية إعادة التأمين أو التأمين على التأمين.
- ٢- المؤمن المباشر أو المؤمن الأصلي وتسمى الهيئة المعيدة للتأمين أو الهيئة التنازلة. وهي الشركة الأولى التي تتعاقد مع المؤمن له الأصلي.
- ٣- هيئة أو شركة إعادة وتسمى الهيئة أو الشركة المتنازل لها ، وهي الشركة التي تشارك في الخطر أو تقبل جزء منه.

شركات إعادة التأمين :

وقد تكون شركة إعادة التأمين إما :

- ١- شركة متخصصة في إعادة التأمين فقط أى لا تقبل أى عمليات تأمين مباشر من العملاء.
- ٢- شركة تأمين تقبل عمليات إعادة التأمين بجانب التأمين المباشر. وفي هذه الحالة فإنه عادة ما تشترط هيئة إعادة التأمين معاملة شركة التأمين المباشر بالمثل بمعنى أن تتبادل الشركتان إعادة تأمين بعض الأخطار أو العمليات معاً.

خصائص الشركات المساهمة :

وتتمتع الشركات المساهمة بعدة خصائص تميزها عن غيرها من هيئات التأمين وهذه الخصائص هي :

- ١- إمكانية جمع رأس مال كبير مما يعث الثقة في نفوس المؤمن لهم واجتذابهم إلى التأمين.
- ٢- القدرة على استخدام الكفاءات الفنية والإدارية نظراً لضخامة الموارد المالية المتاحة مما يؤدي إلى إرتفاع مستوى كفاءة وفاعلية الخدمات التأمينية.
- ٣- ممارسة التأمين بغرض تحقيق ربح.
- ٤- مسئولية المساهمين في الشركة محدودة بقيمة الأسهم التي خصصت لهم.
- ٥- الإستقلال الكامل بين شخصية المؤمن والمؤمن له على عكس هيئات التأمين

التبادل حيث يكون الأعضاء مؤمنين وفي نفس الوقت مؤمن لهم.

مصادر الأموال في شركات التأمين :

تتجمع لدى شركات التأمين أموال ضخمة تمتلك بعضها الشركات نفسها كرأس المال والاحتياطيات المملوكة للشركة ، أما الجزء الأكبر من هذه الأموال فهو أموال حملة الوثائق والتي تراكم في شركة التأمين حين حلول أجل الوثيقة أو تحقق الخطر.

ولذلك يعتبر التأمين بصفة عامة والتأمين على الحياة بصفة خاصة من أهم مصادر التمويل في أى دولة ، إذ أن شركات التأمين لا تحتفظ بكل هذه الأموال عاطلة لديها في صورة نقدية وإنما يتم توظيفها واستثمارها للحصول على عائد. ولذلك يلاحظ أن مصادر الأموال في شركات التأمين هي :

١- تعتمد شركات التأمين بدرجة كبيرة على التمويل بالملكية المتمثل في كل من رأس المال والاحتياطيات والأرباح المحتجزة ، ويرجع ذلك إلى أهمية ثقة المستأمنين في المركز المالي للشركة.

٢- تمثل المخصصات الفنية (حقوق حملة الوثائق) نسبة كبيرة من مصادر تمويل شركة التأمين.

٣- تعتمد أيضاً شركات التأمين على مصادر أخرى للأموال تتمثل في قروض قصيرة الأجل.

استخدامات الأموال في شركات التأمين :

ويطلق عليها الاستثمارات في شركات التأمين ، ويلاحظ بالنسبة لاستخدامات الأموال في شركات التأمين ما يلي :

١- توجه شركات التأمين الجزء الأكبر من مصادر أموالها المتاحة إلى الاستثمارات طويلة الأجل مما يعنى ضالة الوزن النسبي للاستثمارات قصيرة الأجل.

٢- تمثل الأصول الثابتة المتعلقة بالتشغيل نسبة ضئيلة من جملة الأصول الخاصة

بشركة التأمين.

وبناء على ذلك تتكون معظم أصول شركات التأمين من استثمارات على عكس الشركات التجارية والصناعية التي تتكون غالبية أصولها من آلات ومعدات وبضائع ، إذ أن الأصول في شركات التأمين تتكون عادة من أسهم وسندات وقروض بضمان وثائق التأمين أو بضمان عقارات ، وكذلك من عقارات بغرض الحصول على عائد منها في صورة إيجار.

ويعولف ضمان حصول المؤمن لهم على حقوقهم عند تحقق الخطر على مدى سلامة السياسة الاستثمارية التي تتبعها شركات التأمين ، ولذا فإن شركات التأمين لا تستثمر أموالها في وجوه استثمار غير مضمونة العواقب وإن كانت تعطى عائداً كبيراً لكن يخشى في نفس الوقت من فقد أو ضياع رأس المال المستثمر فيها.

وجدير بالذكر أن سياسة الاستثمار في فروع التأمين على الحياة تختلف عن سياسات الاستثمار في التأمينات العامة نظراً لاختلاف طبيعة كل منها عن الآخر.

إستخدامات الأموال (الإستثمارات) في فروع التأمين على الحياة :

تعتبر فروع التأمين على الحياة من أهم مصادر التمويل والاستثمار وتتراكم لديها أموال طائلة من أموال حملة الوثائق أكبر بكثير من فروع التأمينات العامة وذلك لعدة أسباب هي :

١- التأمين على الحياة بطبيعته طويل الأجل إذ أن العقد في هذا النوع من التأمين يصل إلى عشرين عاماً أو أكثر تدفع خلاله الأقساط مما يؤدي إلى تجميع مدخرات كبيرة لدى شركات التأمين والتي يجب استثمارها ، عكس الحال في التأمينات العامة التي تكون فيها العقود قصيرة الأجل.

٢- يترتب على طول أجل عقد التأمين في فروع الحياة ضرورة تكوين احتياطات كبيرة لمواجهة التزامات المؤمنين وتبقى هذا الاحتياطات لفترة طويلة ، عكس الحال في التأمينات العامة التي تكون فيها الاحتياطات أقل.

٣- نظراً لأن شركات التأمين على الحياة تتقاضى أقساطاً سنوية متساوية ونظراً لأن الخطر يتزايد بمرور الوقت فإن الأقساط في السنوات الأولى تكون أكبر مما ينبغي ولذا يجب أن يقطع هذا الجزء الزائد الطبيعي مما يزيد أيضاً من الاحتياطيات.

الاستثمارات في شركات التأمين على الحياة :

تم تحديد طريقة توظيف الأموال الخاصة بشركات التأمين على الحياة وتكوين الأموال بالطريقة الآتية :

- ١- الربع على الأقل في سندات حكومية أو أوراق مضمونة من الحكومة.
- ٢- الربع على الأكثر في سندات حكومة إنجلترا أو أمريكا أو كندا أو في سندات البنك الدولي للإنشاء والتعمير بما لا يجاوز عشر رأس المال.
- ٣- ما لا يزيد عن الخمس في أسهم (فيما عدا أسهم شركات التأمين أو إعادته).
- ٤- الباقي يستخدم في :
 - (أ) سندات شركات مصرفية ذات سمعة مالية طيبة.
 - (ب) سلف مضمونة برهن عقارى على ألا يزيد مبلغ السلفة على ٥٠ ٪ من القيمة المقدرة للعقار.
 - (جـ) عقارات موجودة بمصر.
 - (د) قروض على وثائق التأمين.
 - (هـ) ودائع نقدية ثابتة تمثل فيما لا يجاوز عشر رأس المال في حساب جارى في البنك.

قياس أداء شركات التأمين

يقاس أداء شركات التأمين بقدرتها على تحقيق أرباح. ولذلك يمكن إستخدام نوعين من النسب المالية هما :

أولاً - النسبة المجمعة للتكاليف.

ثانياً - نسبة التشغيل.

وفيما يلي عرض لكل نسبة مع أمثلة على تطبيق كل منها :

أولاً - النسبة المجمعة للتكاليف ،

ويقصد بها نسبة الخسائر أو المطالبات الفعلية إلى إجمالي الأقساط المحصلة.

وتستخدم هذه النسبة في قياس أداء النشاط التأميني البحث للشركة وتحسب النسبة

كما يلي : { النسبة المجمعة (ن ج) = ن خ + ن م ع ت + ن م أ + ن ت }

حيث أن :

ن ج - النسبة المجمعة للتكاليف.

ن خ - نسبة الخسائر أو المطالبات الفعلية إلى إجمالي الأقساط المحصلة.

ن م ع ت - نسبة المصروفات الفعلية لعملية التسوية إلى إجمالي الأقساط المحصلة.

ن م أ - نسبة المصروفات الأخرى بخلاف مصروفات التسوية إلى إجمالي

الأقساط المكتتبة. وتمثل هذه المصروفات في العمولة والمصروفات

القانونية والإدارية التي تتحملها الشركة نتيجة لإصدار الوثائق بغض

النظر عن دفع الأقساط من عدمه.

ن ت - نسبة التوزيعات النقدية لحملة الوثائق إلى إجمالي الأقساط المحصلة.

ويحصل حملة الوثائق على هذه التوزيعات نظير استثمار الأقساط التي

يقومون بدفعها.

وتحقق شركات التأمين أرباحاً إذا كانت الأقساط المحصلة تزيد عن هذه

النسبة المجمعة للتكاليف التي تمثل المطالبات والمصروفات والتوزيعات النقدية التي

تدفعها هذه الشركات فإذا زادت هذه النسبة عن ١ صحيح فهذا معناه ، عدم كفاية الأقسام لتغطية التزامات الشركات مما يعرضها لخسائر قد تؤدي إلى ظهور مخاطر الإفلاس .

مفـال :

إذا توافرت لديك النسب التالية لإحدى شركات التأمين العامة :

ن خ - ٧٤٪ ، ن م ع ت - ١٣٪ ، ن م أ - ١٨٪

هل تعتقد أن هذه الشركة تحقق أرباحاً ؟ وما تعليقك ؟

الحـل

(١) النسبة المجمعة (ن ج) - ن خ + ن م ع ت + ن م أ + ن ت

(٢) كماله حل المعادلة :

∴ ن ج - ٧٤٪ + ١٣٪ + ١٨٪ = ١٠٠٪

(٣) التعليق : وحيث أن النسبة المجمعة للتكاليف أكبر من ١٠٠٪ فهذا معناه عدم

كفاية الأقسام المحصلة لتغطية المطالبات والمصروفات الفعلية ولذلك فإن الشركة لا تحقق أرباحاً من النشاط التأميني البحث بل تحقيق خسائر .

تالياً - نسبة التشغيل :

وتستخدم هذه النسبة في قياس الربحية الكلية لشركة التأمين . أى ربحية كل من النشاط التأميني البحث التي استخدمت النسبة المجمعة السابقة في قياسه وربحية استثمار الأقسام في الأوراق المالية خلال الفترة المحصورة بين الحصول على الأقسام وسدادها في صورة مطالبات . وتحسب النسبة كما يلي :

نسبة التشغيل (ن ش) - ن ج - ح ث

حيث أن :

ن ش - نسبة التشغيل

ن ج - النسبة المجمعة للتكاليف

ح ث - معدل العائد على الاستثمار

مفـال :

في المثال السابق إذا كان معدل العائد على الاستثمار لشركة التأمين يساوى

٩,٥ ٪ ، فما هو تأثير ذلك على الربحية الكلية للشركة ؟ وما تعليقك على النتائج التي تحصل عليها.

الحل

بما أن نسبة التشغيل تستخدم لقياس الربحية الكلية إذن هو تساوى -

ن ش - ن ج - ع ث

- ١٠٥ ٪ - ٩,٥ ٪ - ٩٥,٥ ٪

التعليق :

بما أن نسبة التشغيل أقل من ١٠٥ ٪ = ٩٥,٥ ٪ فهذا معناه أن الأقساط

المحصلة ومعدل العائد على الاستثمار يفوقان المطالبات والمصروفات الفعلية ، أى أن الشركة تحقق أرباحاً.

ومن هنا تظهر أهمية معدل العائد على الاستثمار فى شركات التأمين لأنه قد يحول شركة من اللاربحية إلى الربحية كما هو ظاهر فى المثال السابق.

الباب الرابع

مخاطر المنشآت المالية

الفصل الأول : المخاطر المصرفية

الفصل الثاني : المخاطر التي تتعرض لها المنشآت المالية كافة

pdfelement



الباب الرابع

مخاطر المنشآت المالية

تتكون المخاطر الكلية التي تتعرض لها المنشآت المالية بشكل عام من نوعين

من المخاطر هما :

• النوع الأول : هو المخاطر العامة الناتجة عن عوامل تؤثر على أسعار كل

الاستثمارات في نفس الوقت مثل الظروف الاقتصادية

والسياسية والاجتماعية.

• النوع الثاني : المخاطر الخاصة وهي المخاطر المرتبطة بنشاط اقتصادي معين

أو بشركة معينة أو بظروف معينة.

وهناك عديد من الأسباب التي تؤدي إلى حدوث التغيرات الاقتصادية

والسياسية التي تخلق الأنواع المختلفة من المخاطرة أو تتسبب في ظهورها.

وتعددت الآراء حول تحديد نوعية المخاطر التي تقابل متخذي القرارات في

المنشآت المالية والتي يمكن تقسيمها إلى مخاطر خاصة بالمنشآت المالية المصرفية.

والمخاطر التي تتعرض لها المنشآت المالية بشكل عام ، وسوف يتم تناول كل منها في

الفصول الآتية :

الفصل الاول المخاطر المصرفية

ويمكن تصنيف المخاطر التي تتعرض لها المنشآت المالية المصرفية بشكل خاص إلى أربعة مجموعات رئيسية بهدف إدارتها وهي :

- أولاً - مخاطر الائتمان. ثانياً - مخاطر السيولة.
ثالثاً - مخاطر سعر الفائدة. رابعاً - مخاطر رأس المال.

وفيما يلي عرض لهذه المجموعات التي تشمل كل أنواع المخاطر التي تؤثر بشكل أو بآخر على صناعة البنوك.

أولاً - مخاطر الائتمان Credit Risk

في ضوء الدراسات المتقدمة لعمليات المنشآت المالية المصرفية وبصفة خاصة البنوك التجارية يمكن تقسيم النشاط الائتماني للبنوك التجارية من حيث ما يتعرض له البنك من مخاطر ائتمان رغم حرصه ، إلى عمليات مأمونة وعمليات تتضمن مخاطر ائتمانية يجب على البنك الإحتياط لها.

وتتكون العمليات المأمونة من :

- ١- القروض بضمان أصول تظل في حوزة البنك حتى يحين موعد سداد الدين.
 - ٢- القروض بضمان حقوق على عمليات معينة تسدد قيمتها للبنك مباشرة فيستأدى منها الدين ويقوم بتعليق الفائض لحساب العملاء.
 - ٣- القروض التي تمنحها البنوك بضمان حقوق إمتياز أولى على أصول ثابتة.
- وتتكون العمليات التي تتضمن مخاطر ائتمانية من :

- ١- خصم الأوراق التجارية ومنح القروض بضمانها.
- ٢- القروض بضمان أصول جارية (بضائع أو منقولات) تظل في حوزة العميل الذي يقوم بالوفاء بالدين من حصيله بيع هذه الأصول.
- ٣- القروض بضمان جميع أصول العميل على الشيوخ وبضمان أرباحه وكذلك

القروض بضمانات شخصية.

تعريف مخاطر الائتمان :

وهي المخاطر التي تنتج عن عدم قدرة المقرض أو الجهة المصدرة للسند على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية ، مما يترتب عليه خسائر مالية جسيمة قد تؤدي إلى إفلاس المنشأة المالية. فقد تشمل تلك المنشآت المالية في بعض الأحيان في الحصول على معدل العائد على القروض والاستثمارات المالية وغيرها من الالتزامات التعاقدية أكثر من سعر الفائدة التي نصت عليه تلك العقود. وبالرغم من ذلك يوجد أيضاً احتمال عدم تحصيل أصل تلك القروض والاستثمارات وكذلك الفوائد المتعلقة بها.

وتتكون المخاطر الائتمانية من الأنواع الآتية :

- ١- المخاطر المتعلقة بالمقرضين : (أهلية العميل - صلاحيته - الخبرة الكافية - والكفاءة الإدارية - المركز المالي).
 - ٢- المخاطر الخاصة بالنشاط الذي يزاوله المقرض : (وهي تختلف في طبيعتها وأسبابها حسب الأنشطة الاقتصادية المختلفة).
 - ٣- المخاطر المتعلقة بالعملية المطلوب تمويلها : (وهي تختلف طبقاً لطبيعة كل عملية - ظروفها - وضماناتها).
 - ٤- المخاطر المتصلة بالظروف العامة : وتشمل :
 - المخاطر الاقتصادية (مثل القرارات الاقتصادية - وحالة النشاط الاقتصادي).
 - المخاطر السياسية والاجتماعية والقانونية (مثل التبعية الاقتصادية لدولة أجنبية).
 - المخاطر الناشئة عن أخطاء البنك : (مثل عدم المتابعة الجيدة - عدم المطالبة - عدم تجديد خطابات ضمان بعض القروض).
 - ٦- المخاطر الناجمة عن فعل الغير : وهي تؤدي إلى تعثر المقرض مثل (إفلاس أحد عملائه أو نشر معلومات خاطئة عن المقرض توحى بسوء مركزه المالي).
- وتحاول البنوك بكل الوسائل أن تجعل الإيرادات المتوقعة قريبة من الإيرادات

الفعالية ، وتقاس مبدئياً مخاطر الائتمان في الأسواق قليلة التقلب وقليلة التعرض لمخاطر المنافسة القاسية بواسطة جودة محفظة القروض في البنك ويطلق عليها Bank's Loan Portfolio ويعتبر من الصعوبة داخل البيئة السائدة حالياً تحديد محددات ثابتة لمخاطر الائتمان.

قياس مخاطر الائتمان :

حاول العديد من الكتاب التوصل إلى بعض المعدلات الأساسية التي تستخدم في قياس المخاطر التي تتعرض لها المنشآت المالية المصرفية وتم التوصل إلى عدة مقاييس تستخدم في قياس مخاطر الائتمان نذكر منها ما يلي :

١- درجة تركيز القروض.

٢- معدل غمق القروض.

٣- معدل مخصص خسائر القروض إلى إجمالي القروض.

وفيما يلي مكونات كل معدل من المعدلات السابقة :

$$(١) \text{ درجة تركيز القروض} = \frac{\text{قيمة القروض الخاصة بالبنك}}{\text{إجمالي القروض المصرفية}}$$

وكلما زادت درجة تركيز القروض كلما ارتفعت درجة مخاطر الائتمان

ويقاس هذا المعدل درجة تركيز لشاط البنك في الأراض.

$$(٢) \text{ معدل غمق القروض} = \frac{\text{القروض خلال العام} - \text{القروض في العام السابق}}{\text{القروض في العام السابق}}$$

وكلما ارتفع معدل غمق القروض كلما ارتفعت مخاطر الائتمان.

(٣) معدل مخصص خسائر القروض -

$$\frac{\text{مخصص خسائر القروض}}{\text{إجمالي القروض}}$$

وكلما ارتفع هذا المعدل كلما دل على ارتفاع مخاطر الائتمان والعكس

ويقاس هذا المعدل قيمة مخاطر الائتمان المحتملة في محفظة القروض.

مثال محلول :

فيما يلي ميزانية بنك تجارى فى نهاية عامى ٢٠٠٠ ، ٢٠٠١ م بملايين

الجنهات :

الخصوم

الأصول

البيان	٢٠٠١	٢٠٠٠	البيان	٢٠٠١	٢٠٠٠
الودائع بأنواعها	١٢٥	١٠٠	لقدية وأرصدة لدى البنوك	١٠	٦
مستحق للبنوك	٦	٤	قروض وسلفيات	١٥٠	١٢٠
حق الملكية	٨	٦	(مخصصات خسائر قروض)	(٤٠)	(٢٠)
			صافى القروض	١١٠	١٠٠
			أوراق مالية	١٥	١٠
			أصول ثابتة	٤	٤
	١٣٩	١٢٠		١٣٩	١٢٠

فإذا علمت أن إجمالى قروض الجهاز المصرفى ، كانت ١٨٠٠ ، ٢١٠٠ على التوالى.

فالمطلوب :

- ١- قياس مخاطر الائتمان فى هذا البنك.
 - ٢- ما هى المعلومات الإضافية التى لو توافرت لاستطعت تقديم تقييماً أكثر موضوعية ؟
- الحل :

(أ) قياس مخاطر الائتمان :

$$(١) \text{ درجة تركيز القروض فى البنك} = \left(\frac{\text{قيمة قروض البنك}}{\text{إجمالى القروض المصرفية}} \right)^2$$

$$\text{درجة التركيز فى عام ٢٠٠٠} = \left(١٠٠ \times \frac{١٠٠}{١٨٠٠} \right)^2 = (٥,٦)^2 = ٣١,٤ \%$$

$$\text{درجة التركيز فى عام ٢٠٠١} = \left(١٠٠ \times \frac{١١٠}{٢١٠٠} \right)^2 = (٥,٢)^2 = ٢٧,٠٤ \%$$

(٢) معدل نمو القروض = $\frac{\text{القروض خلال العام} - \text{القروض في العام السابق}}{\text{القروض في العام السابق}}$

$$= \frac{110 - 100}{100} \times 100 = 10\%$$

(٣) معدل مخصص خسائر القروض = $\frac{\text{مخصص خسائر القروض}}{\text{إجمالي القروض}}$

$$\text{المعدل عام } 2000 = 100 \times \frac{20}{120} = 16,7\%$$

$$\text{المعدل عام } 2001 = 100 \times \frac{60}{150} = 40\%$$

(ب) المعلومات الإضافية :

(١) المعدلات الخاصة بالبنك في السنوات السابقة.

(٢) المعدلات الخاصة بالبنوك المماثلة.

(٣) المعدلات الخاصة بالبنوك ككل (الصناعة).

(٤) المعدلات المستهدفة.

(٥) المعدلات النمطية.

ثانياً - مخاطر السيولة Liquidity Risk

هناك نوعية أخرى من المخاطر تواجه المنشآت المالية المصرفية هذه المخاطر هي مخاطر السيولة أو مخاطر الإعسار. فكما هو معروف فالبنوك غالباً ما تكون مصادر أموالها قصيرة الأجل والتي تقوم باستخدامها لتمويل أصولها، ومنه الصلح قصيرة الأجل مثل الحسابات الجارية وودائع التوفير تكون عرضة للسحب من قبل المودعين عند الطلب أو باخطار. وبصفة عامة يمكن القول بأن التدفقات الخارجة من البنك غالباً ما تعتبر تدفقات غير مستقرة أو ثابتة على مستوى معين.

ولذلك تقوم البنوك توقعاً منها لعمليات السحب غير المتوقعة بالاستحواذ على أصول قصيرة الأجل سريعة التحول إلى نقدية بسرعة وبدون تحمل خسائر حتى تتلافى تلك البنوك موقف عدم توافر نقدية سائلة تمكنها من مواجهة عمليات السحب التي يقوم بها العملاء ، ويجب على البنوك القيام بإدارة السيولة بحيث تتجنب أى مخاطر تنتج عن عدم قدرتها على توفير احتياجات السيولة المتعلقة بالحالات الآتية :

١- السيولة المتعلقة باحتياجات البنك العادية والتي تتمثل فى توفير التمويل المستمر والمتطور لأعمال البنك ، ومتطلبات السوق لمقابلة الحد الأقصى من الطلب على القروض ، وكذلك دفع الإلتزامات المستحقة فى مواعييدها دون تأخير.

٢- السيولة المتعلقة بمواجهة الضغوط قصيرة الأجل التى يتعرض لها البنك والتي تتمثل فى الأحداث غير المتوقعة وقصيرة الأجل ولكنها تؤدى إلى تخفيض الثقة فى البنك فى السوق النقدى.

قياس مخاطر السيولة :

وتستخدم المعدلات الآتية لقياس مخاطر السيولة :

صافى الأصول السائلة

(١) نسبة السيولة = $\frac{\text{إجمالي الإلتزامات التى تستحق خلال عام}}{\text{صافى الأصول السائلة}}$

ويشير هذا المعدل إلى قدرة البنك على سداد التزاماته المستحقة الأداء أو العاجلة فى مواعييدها دون تأخير من واقع الأصول السائلة التى يكتفيها.

إجمالي القروض

(٢) معدل القروض إلى الودائع = $\frac{\text{إجمالي الودائع}}{\text{إجمالي القروض}}$

ويشير هذا المعدل إلى قدرة البنك على مقابلة الطلب على القروض من سوق الودائع الخاص بالبنك ، وإمداد الإدارة بهيكل أصول مرن دون الحاجة إلى افتراض إضافي.

(٣) نسبة الودائع الآجلة لإجمالي الودائع - $\frac{\text{الودائع الآجلة}}{\text{إجمالي الودائع}}$

ويظهر هذا المعدل مدى الاعتماد على الأموال الأقل تقلباً وكلما ارتفع هذا المعدل كلما دل ذلك على انخفاض مخاطر السيولة.
مثال محلول:

فيما يلي ميزانية أحد البنوك في ٣٠/٦/٢٠٠٠م بملايين الجنيهات.

الأصول

الخصوم

نقدية بالصندوق	٢٦	حق الملكية	٦٠
أرصدة لدى البنك المركزي	٢٠	ودائع تحت الطلب	١٠٠
أرصدة لدى البنوك	٤٠	ودائع آجلة وودائع توفير	١٤٠
أذون خزينة	١٦	مستحق البنوك	٤٠
قروض	٢٤٠	شيكات وحوالات مستحقة الدفع	٢٠
أصول ثابتة	١٨		
	٣٦٠		٣٦٠

المطلوب:

قياس مخاطر سيولة البنك باستخدام معايير السيولة السابقة.

الحل:

(١) نسبة السيولة - $\frac{\text{صافي الأصول السائلة}}{\text{إجمالي الإلتزامات العاجلة}}$

$$\% ٣٤ = ١٠٠ \times \frac{١٠٢}{٣٠٠} = \frac{١٦ + ٤٠ + ٢٠ + ٢٦}{٢٠ + ٤٠ + ٢٤٠}$$

(٢) معدل القروض إلى الودائع - $\frac{\text{القروض}}{\text{الودائع}}$

$$\% ١٠٠ = ١٠٠ \times \frac{٢٤٠}{٢٤٠}$$

$$(3) \text{ نسبة الودائع الآجلة لإجمالي الودائع} = \frac{\text{الودائع الآجلة}}{\text{إجمالي الودائع}}$$

$$= \frac{140}{240} \times 100 = 58,3\%$$

ثالثاً - مخاطر سعر الفائدة Interest Rate Risk

تشير مخاطر سعر الفائدة إلى المخاطر الناجمة عن التغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة السائدة والتي تتعرض لها المنشآت المالية نتيجة هذه التغيرات. وتنتج مخاطر سعر الفائدة عن الحقيقة القائلة بأن أسعار الفائدة على بعض الأصول وبعض الخصوم في البنوك تكون حساسة للتغيرات في أسعار الفائدة السائدة في السوق. بمعنى أن أى تغير في أسعار الفائدة السائدة في السوق سواء بالزيادة أو النقص يؤدي إلى تغير أكبر في فائدة الأصول والخصوم الحساسة والعكس.

أنواع مخاطر سعر الفائدة :

تحتوى مخاطر سعر الفائدة على نوعين من المخاطر هما :

1- المخاطر الرأسمالية :

وهي المخاطر التي يتعرض لها حاملي السندات عندما ترتفع أسعار الفائدة في السوق.

2- المخاطر الإيرادية :

هي المخاطر التي يتعرض لها أصحاب الاستثمارات في شكل أوراق مالية لمدة طويلة ، أو المخاطر التي يتعرض لها أى مقرض بسبب تغير أسعار الفائدة على هذه القروض خلال فترة القرض وخصوصاً إذا كانت الفائدة على تلك القروض محددة أو ثابتة.

ولا يخفى على القارئ أن البنوك تتأثر بمخاطر سعر الفائدة من الناحيتين باعتبارها من المستثمرين والمقرضين.

قياس مخاطر سعر الفائدة :

ويتم قياس مخاطر سعر الفائدة عن طريق استخدام أسلوب

$$(١) \text{ معدل الأصول الحساسة إلى الخصوم الحساسة} = \frac{\text{إجمالي الأصول الحساسة}}{\text{إجمالي الخصوم الحساسة}}$$

(٢) فجوة الأصول = إجمالي الأصول الحساسة - إجمالي الخصوم الحساسة

ويتم التوصل إليهم عن طريق إعداد تقارير الفجوة المختلفة.

ويعتبر تحليل حساسية سعر الفائدة هو نقطة البداية بالنسبة للمؤسسات المالية

وبصفة خاصة البنوك التجارية عند إدارة الأصول والخصوم.

تعريف حساسية سعر الفائدة :

ويرادف مفهوم حساسية سعر الفائدة مفهوم مخاطر سعر الفائدة والتي تعرف

بأنها عبارة عن مدى تأثير الأرباح النظامية في البنك بالتغير في أسعار الفائدة السائدة

في السوق وبناء على ذلك فإن إدارة حساسية سعر الفائدة تهدف إلى :

(مراقبة المخاطر المتوقعة والدائمة التغير في صافي هامش ربح البنك وذلك

برأسطة متابعة صافي قيمة الفروقات (الفجوات) بين الأصول الحساسة للتقلبات في

أسعار الفائدة والخصوم الحساسة للتقلبات في أسعار الفائدة. وبذلك يمكن للبنك

التعرف على مدى التأثير الذي يمكن أن يحدث على إيرادات البنك نتيجة عدم التوافق

بين هيكل الأصول والخصوم الحساسة لسعر الفائدة نتيجة لإعادة تسعيرها في ظل

أسعار الفائدة السائدة.

وتجدر الإشارة إلى ضرورة الإلمام ببعض المفاهيم الهامة والتي سوف يتم

التعرض لها مراراً وهي :

١- الأصول الحساسة لسعر الفائدة : وهي الأصول التي تتوقف قيمتها وترتبط

بالتغيرات في أسعار الفائدة في خلال فترة معينة (عام).

٢- الخصوم الحساسة لسعر الفائدة : وهي الخصوم التي تتوقف قيمتها وترتبط

بالتغيرات في أسعار الفائدة السائدة في السوق خلال فترة زمنية معينة (عام).
٣- الفجوة : وهي الفرق بين قيمة الأصول الحساسة لسعر الفائدة والخصوم الحساسة لسعر الفائدة خلال فترة معينة من الزمن ، ويطلق عليها عدم التلازم أو عدم التوافق.

والفجوة أنواع هي :

١- الفجوة الموجبة :

وفي هذه الفجوة تزيد الأصول الحساسة لسعر الفائدة عن الخصوم الحساسة لسعر الفائدة خلال فترة محددة من الوقت ، ويمكن أن تكون هذه الفترة ٩٠ ، ١٨٠ ، ٣٦٠ يوم.

٢- الفجوة السالبة :

وفي هذا النوع تزيد الخصوم الحساسة لسعر الفائدة عن الأصول الحساسة لسعر الفائدة خلال فترة محددة من الوقت ، ويمكن أن تكون هذه الفترة أيضاً ٩٠ ، ١٨٠ ، ٣٦٠ يوم.

٣- الفجوة المتوازنة :

وفي هذه الفجوة تتساوى قيمة الأصول الحساسة لسعر الفائدة في البنك مع قيمة الخصوم الحساسة لسعر الفائدة في البنك خلال فترة محددة يمكن أن تكون أيضاً ٩٠ ، ١٨٠ ، ٣٦٠ يوم.

وبناء على ذلك ، فإن هناك ثلاث مواقف محتملة لفجوة الأموال المرغوب فيها والتي يمكن أن تكن ملائمة لخليط الأصول والخصوم في البنك والتي تعتمد على التنبؤات المتعلقة بأسعار الفوائد وهي :

الفجوة التي تساوى صفراً :

وهي تعتبر الوضع الأفضل في حالة عدم توافر تنبؤات لدى البنك فيما يتعلق بالتغيرات المتوقعة في أسعار الفائدة السائدة في السوق سواء بالانخفاض أو بالارتفاع.

الفجوة السالبة :

وتعتبر الوضع المفضل إذا كانت التنبؤات المتعلقة بأسعار الفائدة تفيد أن هذه الأسعار تتجه نحو الإنخفاض من خلاف هذه الفترة.

الفجوة الموجبة :

وتعتبر الوضع المفضل إذا كانت التنبؤات المتعلقة بأسعار الفائدة تفيد أن هذه الأسعار تتجه نحو الإرتفاع خلال هذه الفترة.

وسائل قياس حساسية سعر الفائدة عن طريق إعداد تقارير الفجوة :

تعتبر الكلمتان المترادفتان الفجوة وعدم التوازن وسيلة من وسائل قياس حساسية سعر الفائدة ، ويعتبر عدم التوازن المقياس التقليدي لحساسية سعر الفائدة وهو يحدد - كما سبق القول - بالفرق بين الأصول الحساسة لسعر الفائدة والخصوم الحساسة لسعر الفائدة خلال فترة معينة ، حيث تعنى حساسية سعر الفائدة أن الأصل أو الالتزام سوف تتغير الفائدة عليه تبعاً للتغير في أسعار الفائدة السائدة في السوق خلال فترة محددة مسبقاً ، وعادة تكون ٣ شهور أو ٦ شهور أو سنة.

ما هي الفجوة الواجب الاحتياط لها ؟

إن قرار تحديد أى الفجوات التى ستستخدم الإجراءات للاحتياط لها أو تغطيتها يعتمد على ثبات وحجم شكل الفجوة أو المركز النسبى للفجوة وكذلك الإطار العام لتنبؤات البنك بأسعار الفائدة. والفجوة الواجب تغطيتها أو الاحتياط لها هي الفجوة التى تتوافر فيها الخصائص الآتية :

- ١- يجب أن يكون تركيب الأصول والخصوم فى الفترة محل الدراسة والتى مطلوب تغطية الفجوة خلالها محدد ، مثل نسبة الأصول والخصوم ذات أسعار الفائدة المعومة والقروض أو شهادات الإيداع ذات الفائدة المحددة مثلاً (الثابتة).
- ٢- يجب أن يكون حجم الفجوات مستقراً تقريباً على مدار الفترة الزمنية.
- ٣- يجب أن تكون الفجوات داخل الفجوة المغطاة لها حجم محدد وعلامة محددة (+ أو -) ومرتبطة بالفجوة المغطاة.

ومما سبق يعتبر الهدف المبدئى أو الأولى عند إدارة حساسية سعر الفائدة هو إنشاء تقرير الفجوة الساكن. فمن المعروف أن هناك اختلافاً جوهرياً بين البيانات

المالية العادية وبين المعلومات المطلوب استخدامها في إدارة حساسية سعر الفائدة ومن ثم إعداد تقرير الفجوة فكثير من البنوك لديها الكثير من البيانات ، ولكن هذه البيانات ، تظل ذات فائدة قليلة حتى توضع في شكل أو نموذج يستخدم.

وفيما يلي ثلاث خطوات رئيسية لإعداد تقرير الفجوة الساكن :

١- تصنف البنود المختلفة للميزانية في فئات رئيسية تعتمد على التشابه في تواريخ الاستحقاق وإعادة التسعير مثل : وضع كل القروض ذات الفوائد المعيرة في فئة معينة.

٢- تصنف أرصدة كل حساب طبقاً لإعادة التسعير بناء على التقلبات في أسعار الفائدة المتوقعة وذلك سواء كانت عملية إعادة التسعير طبقاً لتواريخ الاستحقاق أو إعادة الاستثمار أو طبقاً لأسعار الفائدة المعومة المتعاقدة عليها ، ولا يسع المجال هنا للاستطراد في شرح طرق إعادة تسعير الأصول في البنك.

٣- بحسب المجموع الشهري للأصول الحساسة لسعر الفائدة والخصوم الحساسة لسعر الفائدة.

٤- تحسب الفجوة الشهرية وهي تساوى الفرق بين الأصول الحساسة والخصوم الحساسة ، والفجوة التراكمية ، ونسبة الأصول الحساسة إلى الخصوم الحساسة. ومن الخطوات الثلاثة السابقة ، يتضح أنه عند إعداد تقرير الفجوة الساكن

يجب حساب أو إظهار ما يلي :

١- مجموع الأصول الحساسة. ٢- مجموع الخصوم الحساسة.

٣- الفجوات الشهرية. ٤- الفجوات التراكمية.

٥- نسبة الأصول الحساسة إلى الخصوم الحساسة.

وفيما يلي نموذج لتقرير فجوة ساكن :

نموذج تقرير فجوة ساكن

شهر (٣)	شهر (٢)	شهر (١)	أسماء الحسابات
			الأصول الحساسة :
			الاستثمارات :
-	٠,٢٠٠	١,٥٠٠	- استثمارات خاضعة للضريبة.
٠,٥٠٠	١,٣٠٠	٠,٥٠٠	- استثمارات غير خاضعة للضريبة.
٠,٥٠٠	١,٥٠٠	٢,٠٠٠	
			القروض :
-	-	٢٠,٠٠٠	- قروض ذات أسعار فائدة متقلبة.
٦,٠٠٠	٧,٠٠٠	٣,٠٠٠	- قروض ذات تواريخ استحقاق محددة.
٢,٥٠٠	٢,٠٠٠	٢,٠٠٠	- قروض ذات أقساط.
٨,٥٠٠	٩,٠٠٠	٢٥,٠٠٠	
-	-	٤,٠٠٠	استثمارات قصيرة الأجل
٩,٠٠٠	١٠,٥٠٠	٣١,٠٠٠	مجموع الأصول الحساسة
			الخصوم الحساسة :
			الودائع :
١٠,٠٠٠	٦,٠٠٠	١٤,٠٠٠	- شهادات إيداع قابلة للتداول.
١,٠٠٠	٠,٥٠٠	٢,٠٠٠	- شهادات إيداع أقل من ١٠٠٠ جنيه.
٣,٠٠٠	١,٠٠٠	٤,٠٠٠	- شهادات إيداع أكثر من ١٠٠٠ جنيه.
-	-	١,٠٠٠	- أموال قصيرة الأجل.
١٤,٠٠٠	٧,٥٠٠	٢١,٠٠٠	مجموع الخصوم الحساسة
(٥,٠٠٠)	٣,٠٠٠	١٠,٠٠٠	١- الفجوة الشهرية.
١٠٠,٦٤	١:١,٤	١:١,٥	٢- نسبة الأصول الحساسة إلى الخصوم الحساسة.
٥٠,٥٠٠	٤١,٥٠٠	٣١,٠٠٠	• الأصول الحساسة المتراكمة
٤٢,٥٠٠	٢٨,٥٠٠	٢١,٠٠٠	• الخصوم الحساسة المتراكمة
٨,٠٠٠	١٣,٠٠٠	١٠,٠٠٠	٣- الفجوة المتراكمة.
١:١,٢	١:١,٥	١:١,٥	٤- نسبة الأصول الحساسة إلى الخصوم الحساسة على أساس الفجوة المتراكمة.

تفسير تقرير الفجوة :

١- تعنى الفجوة الموجبة أن الإيرادات المتعلقة بالأصول سوف تتحرك في اتجاه أسعار الفائدة بينما تشير الفجوة السالبة إلى العكس وهي اتجاه الإيرادات المتعلقة بالأصول إلى التحرك عكس اتجاه أسعار الفائدة.

فمثلاً ، عند اتجاه أسعار الفائدة نحو الارتفاع سوف تتجه الإيرادات الخاصة بالأصول نحو الارتفاع خلال الفترة الزمنية ذات الفجوة الموجبة والعكس صحيح.

٢- وتحدد الفجوات المتراكمة للبنك النشاط أو الفترات الزمنية التي تكمن فيه المخاطر ، وبواسطة التصنيف السابق للأصول تصبح درجة المخاطرة واضحة ، ويمكن إجراء المقارنات بين عدة بنوك أو بين الموقف الحالي والموقف الماضي لنفس البنك للتعرف على نقاط القوة والضعف بالنسبة لتكوين هيكل الأصول والخصوم في البنك.

وفيما يتعلق باختيار الفترة الزمنية التي يعد على أساسها تقرير الفجوة ، فإن ذلك يعتمد على ظروف البنك من ناحية هيكل الأصول وهيكل الخصوم والتي تحدد الأهمية النسبية لحساسية سعر الفائدة بالنسبة لربحية البنك ككل ، والتي تحدد أيضاً الفترة الزمنية التي تحتوي على أكبر قدر من المخاطرة. ويجب ألا يغيب عن الذهن أن إدارة حساسية سعر الفائدة يجب ألا تتم من فراغ ، ولكن يجب على القائمين بإدارة الأصول والخصوم إدارة حساسية سعر الفائدة من خلال علاقتها بالنواحي الآتية :

١- علاقتها باعتبارات السيولة في البنك.

٢- علاقتها باعتبارات التسعير.

٣- علاقتها باعتبارات الربحية.

رابعاً - مخاطر رأس المال Capital Credit

وتواجه البنوك في هذا الصدد مشكلة الوصول إلى التوازن بين العوائد من الرافعة المالية في شكل عائد مرتفع أو أعلى على حق الملكية (رأس المال المملوك) وبين

معدل المخاطر المصاحب لهيكل التمويل. ومصادر التمويل فى البنوك هى حقوق الملكية ، والتمويل القصير الأجل ، والدائع ، ويعتبر المتغيرين الأساسيين الذين يحددان مصادر التمويل المناسب فى البنك هما :

تكاليف هذا المصدر والعوائد المتوقعة من استخدامه وبالتالي فإن هذه المتغيرين يعتبران مصدران أساسيين لمخاطر التمويل أو مخاطر رأس المال فى البنك.

وفيما يلى مناقشة تفصيلية لمصادر المخاطرة فى كل منهما :

١- مصادر المخاطرة المتوقعة بالعوائد المتوقعة من استخدامات هذه الأموال ويطلق عليها متغيرات السوق وتشمل ما يلى :

(أ) حجم السوق وحصة البنك من السوق المصرفى المتوقع.

(ب) الإيرادات المتعلقة بالفوائد المتوقع الحصول عليها.

(ج) الإيرادات الغير متعلقة بالفوائد والمتوقع الحصول عليها.

(د) معدل النمو فى حصة البنك فى السوق المصرفى المتوقع.

(هـ) مخاطر الرافعة التشغيلية والتي تقاس بقسمة التكاليف الثابتة على التكاليف

المتغيرة والتي ينتج عن ارتفاعها زيادة الاختلافات فى العوائد الموزعة على حاملى الأسهم.

وهذه المصادر تعتبر متغيرات عرضة لأخطار التغيرات وعدم التأكد.

٢- مصادر المخاطرة المتعلقة بتكاليف التمويل المتوقعة ، وتشمل :

(أ) مخاطر الرافعة المالية والتي تقاس بقسمة الأموال المقرضة من الغير على

الأموال المملوكة ، أو بقسمة الأموال المقرضة من الغير على إجمالى

الأصول. وتزداد الرافعة المالية بزيادة استخدام الأموال المقرضة فى

التمويل وفى حالة ثبات العوامل الأخرى ، يزداد التذبذب فى عائد

الأسهم. نتيجة إستخدام الرافعة ، وهذا ما يسمى بمخاطر الرافعة المالية.

(ب) مصادر مخاطرة متعلقة بتكلفة كل مصدر من مصادر الأموال ، وتعكس

أسعار الفائدة السائدة في الأسواق تكلفة كل مصدر وقت الحاجة إليها.
 (ج) مخاطر متعلقة بمدى توافر مصادر التمويل المناسب في أوقات الحاجة إليها
 مقابل الاحتياجات الحالية للبنك والاحتياجات المتباعدة وذلك مقابل تكلفة مناسبة.

(د) مخاطر متعلقة بقدرة البنك على توفير هذه الأموال نظير التكلفة السائدة وقت الحاجة إليها وتتوقف هذه القدرة على إيرادات البنك وموقف حساسية سعر الفائدة والبيئة الاقتصادية المحيطة وكذلك مجهودات البنك المتعلقة بالعلاقات العامة.

قياس مخاطرة رأس المال :

وترى الكاتبة أن قياس مخاطر رأس المال يتم عن طريق قياس الأمان في البنك ويعني الأمان في البنوك التجارية ما يلي :

مفهوم الأمان في البنوك التجارية :

هو مدى كفاية رأس المال لامتصاص الخسائر الناتجة عن التوظيف (الأقراض + الاستثمار) وكذلك الخسائر الناتجة عن الأعمال الفرعية الأخرى التي يقوم بها البنك وهي الخدمات المصرفية.

معدلات قياس الأمان :

$$(١) \text{ معدل قدرة البنك على رد الودائع } \% = \frac{\text{حق الملكية}}{\text{إجمالي الودائع}}$$

ويقاس هذا المعدل قدرة البنك على رد الودائع لعملائه من رأسماله.

$$(٢) \text{ معدل حق الملكية إلى الأصول الخطرة } = \frac{\text{حق الملكية}}{\text{الأصول الخطرة}}$$

ويستخدم هذا المعدل لأن حق الملكية هو الحارس الأخير ضد المخاطر التي يتعرض لها البنك في أصوله ، ويسمى هذا المعدل الملاءة المصرفية.

$$(٣) \text{ هامش الأمان في مقابلة مخاطر الاستثمار } = \frac{\text{حق الملكية}}{\text{الاستثمارات في الأوراق المالية}}$$

ويظهر هذا المعدل قدرة البنك على تحمل الخسائر الناتجة عن هبوط استثمارات.

$$(٤) \text{ معدل توزيع مخاطر الأقرض} = \frac{\text{حق الملكية}}{\text{القروض بدون ضمان}}$$

ويظهر قدرة البنك على تحمل الخسائر التي قد تنتج عن القروض التي لا يوجد لها ضمانات عينية يمكن استيفاء قيمة القرض منها في حالة توقف العميل عن الدفع. مثال محلول :

فيما يلي ميزانية أحد البنوك في ١٩٩٩/١٢/٣١ م بملايين الجنيهات.

الأصول		الخصوم	
٢٠	نقدية	٧٠٠	ودائع
٩٠	أرصدة لدى البنك المركزي	١٠٠	مستحق للبنوك
٦٠	أوراق مالية حكومية	٦٥	حق الملكية
١٠	أسهم		
٥٠	سندات		
٦٢٠	قروض		
١٥	أوراق تجارية مضمومة		
٨٦٥	إجمالي الأصول	٨٦٥	إجمالي الخصوم

المطلوب :

- ١- قياس مخاطر رأس المال في البنك.
- ٢- ما هي المعلومات التي لو توافرت لقدمت تحليلاً أكثر دلالة ؟

الحل :

(أ) استخراج معدلات قياس الأمان (المخاطرة) :

$$(١) \text{ معدل قدرة البنك على رد الودائع} \% = \frac{\text{حق الملكية}}{\text{إجمالي الودائع}}$$

$$= 100 \times \frac{65}{700} = 9,3 \%$$

$$(٢) \text{ معدل حق الملكية إلى الأصول الخطرة} = \frac{\text{حق الملكية}}{\text{الأصول الخطرة}}$$

$$= \frac{\text{حق الملكية}}{\text{الأسهم} + \text{السندات} + \text{القروض} + \text{الأوراق التجارية المخصصة}} \\ = 100 \times \frac{60}{690} = 100 \times \frac{60}{10 + 620 + 50 + 10} = 9,4\%$$

$$(٣) \text{ هامش الأمان في مقابلة مخاطر الاستثمار} = \frac{\text{حق الملكية}}{\text{الاستثمارات}}$$

$$= \frac{60}{50 + 10} = 100 \times \frac{60}{60} = 100\%$$

$$(٤) \text{ معدل توزيع مخاطر الأقرض} = \frac{\text{حق الملكية}}{\text{القروض بدون ضمان}}$$

ونفترض أن القروض بدون ضمان = ٥٠٪ من القروض :

$$= 100 \times \frac{60}{310} = 20,9\%$$

(ب) البيانات الإضافية :

١- معدلات الأمان الخاصة بالبنك في السنوات السابقة.

٢- معدلات الأمان الخاصة بالبنوك المماثلة.

٣- معدلات الأمان الخاصة بالبنوك ككل (الصناعة).

٤- المعدلات المستهدفة.

٥- المعدلات النمطية (الملاءة المصرفية).

الفصل الثانى

المخاطر التى تتعرض لها المنشآت المالية بشكل عام

أولاً - مخاطر السوق Market Risk

وتعرف مخاطر السوق بأنها المخاطر التى يمكن أن تتعرض لها المنشآت المالية المختلفة نتيجة قيامها بشراء الأصول المالية المختلفة كالأسهم والسندات والمستقات والنقد الأجنبى بغرض الاحتفاظ بها وبغرض المتاجرة فيها ، وذلك بغرض تحقيق دخل إضافى بجانب الدخل الناتج عن قيامها بأنشطتها التقليدية. مما يعرض تلك المنشآت للعديد من المخاطر التى تنتج عن إنحراف أسعار هذه الأصول المالية عما تتوقعه.

قياس مخاطر السوق :

ويتم قياس مخاطر السوق لمحظة الأصول المالية الخاصة بالمنشآت المالية على مرحلتين :

- 1- قياس مخاطر السرق لكل نوعية من الأصول المالية على حدة بمعنى قياس مخاطر السوق لكل من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت والأسهم ، وما تمتلكه المنشأة من النقد الأجنبى كل على حدة.
- 2- قياس مخاطر السوق للمحفظة الخاصة بالمنشأة المالية الإجمالية.

ثانياً - مخاطر سعر الصرف Foreign Exchange Rate Risk

وتتعرض المنشآت المالية لهذا النوع من المخاطر عند تعاملها بالعملات الأجنبية أو قيامها بمنح قروض أو الاقتراض أو شراء وبيع الأوراق المالية بالعملة الأجنبية وحدث تغيرات فى أسعار الصرف بالمقارنة بتاريخ منح القرض أو الاقتراض أو الشراء. وبذلك يتضح أن مخاطر سعر الصرف تظهر نتيجة للأسباب الآتية :

- 1- قيام المنشأة المالية بتقديم بعض الخدمات للعملاء بالعملات الأجنبية.
- 2- قيام المنشأة المالية بالاستثمار فى بعض أصولها بالعملات الأجنبية.

٣- التزام المنشأة بسداد بعض التزاماتها بالعملات الأجنبية.
 وجدير بالذكر أنه كلما زادت معدلات التغير في سعر الصرف كلما زادت
 احتمالات تعرض المنشآت المالية للمخاطر الناتجة عن ذلك.

ثالثاً - المخاطر التشغيلية والتكنولوجية

Operating Cost & Tehnology Risk

تتجه المنشآت المالية المعاصرة إلى التوسع في استخدام التكنولوجيا الحديثة
 والتوسع في استخدام الأجهزة وذلك لتحسين مستوى الخدمات المقدمة
 وكذلك لتحسين وزيادة فعالية استخدام أموالها المتاحة.
 وتنشأ المخاطر التشغيلية والتكنولوجية في حالة عدم مساهمة تلك
 الاستثمارات التكنولوجية في التخفيض المتوقع في التكاليف ، أو حدوث أعطال في
 تلك الأجهزة ذات الميكنة المتقدمة أو عدم الاستفادة القصوى من تلك الإمكانيات
 الحديثة المتاحة وزيادة أعطالها.
 وترجع مخاطر التشغيل إلى أخطاء الإدارة وفريق العمل في المنشأة المالية
 وعدم فعاليتهم ، كما ترجع أيضاً إلى أساليب الرقابة غير الملائمة.

رابعاً - مخاطر الفقرات خارج الميزانية Off-Balance - Sheet Risk

ويظهر هذا النوع نتيجة قيام المنشأة المالية وخاصة البنوك بتقديم عمليات
 الأقرض غير المباشر. وتمثل تلك العمليات الإئتمانية في خطابات الضمان المصدرة
 لصالح العملاء ، وتغطية الاكتتابات ، وبعض الالتزامات العرضية الأخرى والتي لا
 تظهر في غالب الأحوال داخل ميزانية البنك والتي يطلق عليها في البنوك الحسابات
 النظامية وهي Off-Balance - Sheet.

خامساً - مخاطر الجريمة والغش والتدليس Fraud Risk

وينتج هذا النوع من المخاطر عن عدم الأمانة والغش والتزوير والغموض ، ووضع الثقة في أشخاص غير جديرين بها ، سواء اقترفت هذه الأعمال بواسطة العاملين في البنك أو بواسطة عملائه ، كما ترجع أيضاً لعمليات السطو والسرقة التي تتم عن طريق أطراف أخرى.

سادساً - المخاطر السيادية Country / Sovereign Risk

وهي المخاطر التي تنتج عند تنفيذ بعض السياسات الحكومية مثل سياسات التأمين أو نوع الملكية أو أحداث معينة مثل الحروب أو الاضطرابات والتي تؤثر بشكل أو بآخر على قدرة العملاء على سداد التزاماتهم تجاه البنوك في مواعيد استحقاقها وقيمتها المحددة.

ومن ناحية أخرى قد تؤثر بعض المعوقات القانونية والتنظيمية على قدرة البنوك والمنشآت المالية على ممارسة بعض الأنشطة في مواعييدها مثال عدم قدرتها على تبديل العملة المحلية بعملة أخرى مستحقة الأداء في تاريخ محدد. وهذا معناه عدم سداد التزامات البنك أو المنشأة المالية في تواريخ استحقاقها.

تطبيقات عملية

pdfelement



الباب الأول : طبيعة المنشآت المالية ودورها في التنمية

الباب الثاني : المنشآت المالية المصرفية

أولاً - أذكر فيما إذا كانت العبارات الآتية صواب أم خطأ مبينا السبب إيجاز :

- ١- تعنى نظرية الوساطة المالية وجود منشآت مالية تتبادل الأموال فيما بينها داخل الأسواق المالية.
- ٢- ليست هناك خصائص معينة تميز الوسطاء الماليين عن غيرهم من المنشآت الأخرى التي تعمل في قطاع الأعمال.
- ٣- تصنف المنشآت المالية إلى مجموعتين هما : منشآت مالية تتلقى الودائع. ومؤسسات مالية لا تتلقى الودائع.
- ٤- ينحصر دور المنشآت المالية في تعبئة وتجميع المدخرات وتمويل القطاعات الاقتصادية المختلفة فقط.
- ٥- ليس هناك فرق بين البنوك التجارية والبنوك المتخصصة فكلاهما يقدم الائتمان للعملاء.
- ٦- تبلور الأساليب الكمية الخاصة بتنظيم الائتمان التي يقوم بها البنك المركزي في الأساليب المباشرة فقط.
- ٧- تركز أساليب التمويل في البنوك الإسلامية في منح القروض بأنواعها المختلفة للعملاء.
- ٨- يركز دور البنوك التجارية في تلقي الودائع ومنح القروض والاستثمار في الأوراق المالية فقط.
- ٩- تقوم البنوك المتخصصة بتقديم الائتمان قصير الأجل لكافة القطاعات الاقتصادية دون تفرقة مثلها مثل البنوك التجارية.
- ١٠- ليس هناك فرق بين مصادر الأموال في البنوك المتخصصة ومصادر الأموال في البنوك التجارية.

- ١١- ليس هناك فرق بين أساليب التمويل في البنوك الإسلامية وأساليب التمويل في البنوك التجارية.
- ١٢- لا يوجد فرق بين أنظمة الودائع في البنوك الإسلامية وأنظمة الودائع في البنوك التجارية.
- ١٣- السيولة في البنوك التجارية أخطر من السيولة في المشروعات التجارية.
- ١٤- نسبة الاحتياطي القانوني عبارة عن الأموال التي تحتفظ بها البنوك التجارية لديها.
- ١٥- إن أرصدة البنوك لدى البنك المركزي في إطار النسب القانونية تستحق فائدة بالأسعار السائدة.
- ١٦- تعتبر كل الأوراق التجارية المضمومة أصولاً سائلة من وجهة نظر البنك.
- ١٧- تعرف الأصول السائلة بأنها الأصول الصعب تحويلها إلى نقدية بسرعة وبدون تحمل خسائر.
- ١٨- تركز المتطلبات التشريعية الخاصة بضبط السيولة في نسبة الاحتياطي القانوني المفروضة من البنك المركزي.
- ١٩- هناك ثلاث وسائل يمكن للبنك التجاري اللجوء إليها لمقابلة احتياجات السيولة.
- ٢٠- ليس هناك فرق بين المفاهيم المختلفة للسيولة. فكلها تعكس قابلية تحول الأصول إلى نقدية.
- ٢١- تتبلور طريقة إدارة الإلتزامات لمقابلة إحتياجات السيولة في تسهيل الأصول.
- ٢٢- ليس هناك فرق بين الأصول السائلة والأصول الإيرادية فكلها أصول تمثل استخدامات للأموال في البنوك التجارية.
- ٢٣- ليس هناك فرق بين نسبة الإحتياطي القانوني ، ونسبة السيولة القانونية فكلاهما نسب يفرضها القانون.
- ٢٤- لا يمكن احتساب نسبة الإحتياطي القانوني دون بيانات الأرباح والخسائر الخاصة بالبنك.

٢٥- إن ربحية البنك في ظل المفهوم الحديث عبارة عن الفرق بين الفوائد المدفوعة والفوائد المحصلة.

٢٦- ليس هناك فرق بين مفهوم هامش سعر الفائدة وانتشار سعر الفائدة.

٢٧- يؤثر حجم الأصول الإيرادية والفوائد المحصلة والفوائد المدفوعة على هامش سعر الفائدة.

٢٨- ليس هناك داع لتحديد هامش الربح غير المتعلق بالفوائد عند إدارة الربحية.

٢٩- تتركز مصادر الدخل الرئيسية في البنك في العائد من القروض.

٣٠- ليس هناك فرق بين صافي الأعباء الثابتة وصافي الربح المتعلق بالفوائد فكلاهما مقياس للربحية.

٣١- يستخدم حق الملكية كما يظهر في الميزانية في حساب معدل العائد على حق الملكية في كل الحالات.

٣٢- لا يمكن حساب الربحية الكلية للبنك دون بيانات الأرصدة لدى البنك المركزي.

ثانياً - حالات عملية :

(١) فيما يلي ميزانية لأحد البنوك التجارية في ٢٠١١/١٢/٣١ م بملايين الجنيهات :
الأصول الميزانية العمومية في ٢٠١١/١٢/٣١ الخصوم

١٥	نقدية بالخزينة	١٧	رأس المال المدفوع
١٢	أرصدة لدى البنك المركزي	١٠٥	الودائع
٢٠	أرصدة لدى البنوك الأخرى	١٥	المستحق للبنوك
٢٥	أوراق مالية حكومية	١٥	أرباح العام المنتهى
٨٠	قروض		
١٥٢	إجمالي الأصول	١٥٢	إجمالي الخصوم

المطلوب :

(أ) معرفة مدى التزام البنك بالمتطلبات القانونية علماً بأن نسبة الإحتياطي

القانوني ٢٥٪ ونسبة السيولة القانونية ٣٠٪.

(ب) حساب قيمة الأصول السائلة.

(٢) فيما يلي القوائم المالية لأحد البنوك التجارية في ٢٠١٠/٦/٣٠ بملايين الجنيهات :
الأصول الميزانية العمومية في ٢٠١٠/٦/٣٠ الخصوم

٣٩	نقدية وأرصدة لدى البنك المركزي	١٣٠	الودائع
٥٧	أرصدة لدى البنوك الأخرى	٤٠	أرصدة مستحقة للبنوك
٨٨	قروض وسلفيات	١١	أرصدة دائنة أخرى
١٢	أسهم وسندات	١٢	حق الملكية
		٣	صافي أرباح العام
١٩٦	إجمالي الأصول	١٩٦	إجمالي الخصوم

منه حسابات الأرباح والخسائر له

١١	فوائد مدفوعة	١٤	فوائد محصلة
٤	مصروفات عمومية وإدارية	٤	عائد خدمات مصرفية
١	إهلاكات	١	إيرادات أخرى
٣	صافي الربح		
١٩		١٩	

المطلوب :

(أ) حساب هامش سعر الفائدة.

(ب) انتشار سعر الفائدة.

(ج) صافي الأعباء الثابتة.

(د) ربحية البنك.

الباب الثالث

الهنشات المالية غير المصرفية

أولاً - أذكر فيما إذا كانت العبارات الآتية صواب أم خطأ مبينا السبب إيجاز :

- ١- تصنف صناديق الاستثمار وفقاً لمكونات التشكيلة ، ووفقاً للأهداف المقررة.
- ٢- ليس هناك فرق بين وثائق صناديق الاستثمار والأسهم والسندات المكونة للتشكيلة فكلاهما أوراق مالية متداولة في البورصة.
- ٣- تعتبر صناديق الاستثمار من الوسطاء الماليين.
- ٤- يقصد بصناديق سوق النقد الصناديق التي تتكون من الأوراق المالية طويلة الأجل.
- ٥- صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة هي التي تكون على استعداد دائم لبيع المزيد من وثائق الاستثمار وشراء وثائق الاستثمار من حملة الوثائق بعد طرح المبدئي.
- ٦- لا يستطيع حامل الوثيقة الخاصة بصناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة التصرف فيها وقت الحاجة.
- ٧- تصنف صناديق الاستثمار وفقاً لمكونات التشكيلة إلى صناديق النمو وصناديق الدخل.
- ٨- يجب على صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة الاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات اسرداد قيمة وثائق الاستثمار.
- ٩- يعتبر الأسلوب البسيط أفضل أساليب تقييم أداء صناديق الاستثمار.
- ١٠- المؤمن (المؤمن لديه) هو الشخص الذي يقوم بالتعاقد مع شركة التأمين ويقوم بدفع الأقساط الدورية لها.
- ١١- ليس من الضروري توافر شروط معينة في الأخطار حتى تكون قابلة للتأمين.
- ١٢- تنحصر عناصر عقد التأمين في المؤمن والمؤمن له (صاحب الوثيقة) فقط.
- ١٣- يقصد بعبداء التعويض قيام المؤمن بتعويض المؤمن له عن كل الخسائر التي لحقت به مهما بلغت قيمتها.

١٤- يقضى شرط النسبية فى التأمين بتحمل المؤمن كل الخسائر طالما كانت فى حدود مبلغ التأمين.

١٥- هناك نوعين فقط من التأمين هما التأمين الكافى والتأمين الزائد.

١٦- هناك شروط معينة يجب توافرها فى وثيقة التأمين حتى يمكن تطبيق مبدأ المشاركة.

١٧- يتركز الشطر الأعظم من مصادر الأموال فى شركات التأمين فى مصادر التمويل قصيرة الأجل مثلها مثل البنوك التجارية.

١٨- تقوم شركات التأمين العامة بكل أنواع التأمين مثل الممتلكات وتأمينات المسئولية المدنية والتأمين على الحياة.

١٩- تعنى عملية التأمين التزام المؤمن بدفع التعويض للمؤمن له أو المستفيد فى أى وقت يراه المؤمن له مناسباً له.

٢٠- الهدف من مبدأ الحلول فى الحقوق هو حصول المؤمن له على التعويض مضاعفاً مرة من المؤمن ، ومرة من الفرد الذى تسبب فى الضرر.

٢١- تخضع جميع عقود التأمين بما فيها تأمينات الحياة لمبادئ التعويض والمشاركة والحلول فى الحقوق.

٢٢- يتم استخدام النسبة المئوية فى قياس الربحية الكلية لشركات التأمين.

ثانياً - حالات عملية :

(١) احسب معدل العائد على الاستثمار خلال عام ٢٠٠٠ لوثيقة صندوق استثمار كانت قيمتها الصافية فى ١/١/٢٠٠٠ مبلغ ٨٠ جنيه ارتفعت إلى ٨٨ جنيه فى ٣١/١٢/٢٠٠٠ ، علماً بأن نصيب الوثيقة من الأرباح الإيرادية والأسمالية كان ٢٠ قرشاً ، ١٥ قرشاً على التوالى.

(٢) قارن بين أداء الصندوق (س) ، والصندوق (ص) خلال السنة الماضية ، إذا علمت أن معدل العائد على الاستثمار خلالها كان ١٠٪ للصندوق (س) ، ١٢٪ للصندوق (ص) ، وكانت بيتا تساوى ٢ للصندوق (س) ، ٤ للصندوق

- (ص) ، وبلغ متوسط العائد الخالي من الخطر خلال هذه الفترة ٦٪.
- (٣) أمن أحد رجال الأعمال ضد السرقة على بضائع قيمتها ١٠٠٠٠٠٠ جنيه لدى ثلاث مؤمنين ، فأمن لدى المؤمن (أ) بمبلغ ٢٥٠٠٠ جنيه ، ولدى المؤمن (ب) بمبلغ ٢٠٠٠٠ جنيه ، ولدى المؤمن (ج) بمبلغ ٣٥٠٠٠ جنيه.
- والمطلوب : حساب ما يدفعه كل مؤمن وما يتحمله المؤمن له علماً بأن الوثيقة تتضمن شرط النسبية وذلك في الحالات الآتية :
- (أ) سرقة ما قيمته ٤٠٠٠٠ جنيه من المخزن.
- (ب) سرقة ما قيمته ٩٠٠٠٠ جنيه من المخزن.
- (٤) أمن شخص على مصنع قيمته ١٠٠٠٠٠ جنيه لدى ثلاث مؤمنين كالاتي :
- لدى المؤمن (أ) بمبلغ ٥٠٠٠ جنيه ، ولدى المؤمن (ب) بمبلغ ٣٠٠٠ جنيه ، ولدى المؤمن (ص) بمبلغ ٢٠٠٠ جنيه.
- احسب مبلغ التعويض الذي يدفعه كل مؤمن في الحالات الآتية :
- (أ) هلاك المصنع بالكامل.
- (ب) هلاك جزئي للمصنع قدرت خسائره بمبلغ ٥٠٠٠ جنيه.
- (٥) إذا توافرت لديك النسب التالية لإحدى شركات التأمين العامة :
- ن خ (نسبة الخسائر) = ٦٥٪.
- ن م ع ت (نسبة المصروفات الفعلية) = ١٢٪.
- ن م أ (نسبة المصروفات الأخرى) = ١٦٪.
- ع ث (معدل العائد على الاستثمار) = ١٨٪.
- استخدم البيانات السابقة في :
- (أ) قياس أداء النشاط التأميني البحث للشركة باستخدام النسبة المجمعة.
- (ب) قياس الربحية الكلية للشركة باستخدام نسبة التشغيل.

الباب الرابع

المخاطر التي تتعرض لها المنشآت المالية

أولاً - أذكر فيما إذا كانت العبارات الآتية صواب أم خطأ مبينا السبب إيجاز :

١- يعتبر خصم الأوراق التجارية ومنح القروض بضمانها من العمليات المأمونة التي لا تتضمن مخاطر إئتمانية.

٢- تتركز مخاطر سعر الفائدة في المخاطر الإيرادية.

٣- يعتبر مصطلح حتمانية سعر الفائدة مرادف لمخاطر سعر الفائدة.

٤- ليس هناك فرق بين الأنواع المختلفة من الأصول والخصوم في البنك من منظور علاقتها بالتقلبات في أسعار الفائدة السائدة في الأسواق المالية.

٥- تتعرض المنشآت المالية المصرفية لنوعين فقط من المخاطر.

٦- تختلف وظيفة رأس المال في البنوك عنها في الشركات.

٧- يعنى الأمان في البنوك مدى كفاية الأصول السائلة لامتناع الخسائر المختلفة.

٨- يعتبر سعر الفائدة السائد في الأسواق المالية ضمن العوامل الهامة التي تؤثر على وحدات الجهات المصرفية.

٩- يعتبر إعداد تقارير الفجوة الساكنة من أهم مقاييس ملائمة رأس المال في البنوك التجارية.

١٠- ليس هناك فرق بين مفهوم الأمان في البنوك ومفهوم السيولة.

١١- يتبلور معيار بازل في إيجاد العلاقة بين رأس مال البنك والأصول السائلة.

١٢- مخاطر السيولة هي المخاطر المتعلقة بعدم كفاية رأس المال.

ثانياً - حالات عملية :

(١) فيما يلي بيان بقيمة الأصول والخصوم الحساسة للتقلبات في أسعار الفائدة في

أحد البنوك التجارية ، والمتوقعة خلال شهور يناير وفبراير ومارس عام

٢٠١٢م.

والمطلوب : إعداد تقرير فجوة ساكن عن تلك الفترة للتعرف على مخاطر سعر الفائدة المتوقعة (القيمة بالآلف جنيه)

أسماء الحسابات	يناير	فبراير	مارس
الأصول الحساسة :			
- قروض ذات فائدة ثابتة.	٦٠	٥٠	٢٠
- استثمارات قصيرة الأجل.	١٠	٤	١٠
- استثمارات خاضعة للضريبة.	١٥	١٠	٥
الخصوم الحساسة :			
- شهادات إيداع قابل للتداول.	٣٠	١٠	١٥
- شهادات إيداع أقل من ١٠٠ جنيه.	٥	٢	٥
- شهادات إيداع أكبر من ١٠٠ جنيه.	١٠	٥	١٠
- خصوم قصيرة الأجل.	٢٠	١٥	٣٠

(٢) فيما يلي ميزانية لأحد البنوك التجارية في ٣٠/٦/٢٠١٠ بملايين الجنيهات :

الأصول		الخصوم	
٤٠	نقدية وأرصدة لدى البنوك	٣٠٠	ودائع
٤٠٠	قروض وسلفيات	٢٠	مستحق للبنوك
٣٠	أوراق مالية عادية	٨٠	مخصص خسائر وقروض
٢٠	أوراق تجارية مضمومة (٣ شهور)	١٠٠	حق الملكية
١٠	أصول ثابتة		
٥٠٠	إجمالي الأصول	٥٠٠	إجمالي الخصوم

فإذا علمت أن إجمالي قروض الجهاز المصرفي بلغت ٥٠٠٠ مليون جنيه ،
ودرجة تركيز القروض داخل الجهاز المصرفي ٣٣٪ ، ومخصصات القروض ١٥٪ ،
ونسبة السيولة القانونية ٣٠٪ .

فالمطلوب :

(أ) قياس مخاطر الائتمان الخاصة بالبنك .

(ب) قياس مخاطر رأس المال .

(ج) قياس مخاطر السيولة .



الجزء الثاني الأسواق المالية

الباب الأول : البيئة المالية

الباب الثاني : تنظيم وإدارة الأسواق المالية

الباب الثالث : مؤشرات البورصات

الباب الرابع : تحديد أسعار الأوراق المالية

دكتور / شامل الحموي



الباب الأول البيئة المالية

pdfelement



الباب النول

البيئة المالية

أولاً - الأسواق المالية :

يقصد بالأسواق الأماكن التي تتم فيها عمليات البيع والشراء. والأسواق المالية هي أحد أنواع الأسواق التي تعرض فيها الأموال في شكل نقدي على هؤلاء الذين يحتاجون أموال طويلة الأجل. وتتم هذه العملية مقابل الحصول على أوراق مالية والتي تلزم المقرض برد الأموال في المستقبل ، والأسواق المالية تتضمن أسواق المستهلكين وأسواق غير المستهلكين.

الأسواق غير الشخصية ، ويطلق عليها الأسواق المفتوحة ، وهي الأسواق التي لا يتم فيها التعامل بصورة مباشرة ولكن من خلال وسطاء مثل بنوك الاستثمار وهي التي تقوم بتنظيم عملية بيع الأوراق المالية ، والشركات عندما تقوم بعرض أسهم غير عادية أو أسهم ممتازة أو سندات فإنها غالباً ما تتم من خلال الأسواق غير الشخصية.

أما في أسواق المستهلكين ، فإن التعامل يتم مباشرة بالتفاوض بين المقرضين والمقرضين مثل عندما تطلب إحدى الشركات قرض من بنك أو استثمار أصل أو الحصول على قروض شخصية من شركات التأمين ، فإنها تتم من خلال الأسواق المالية للمستهلكين.

ومن الضروري أن نركز هنا أن الأسواق المالية يتم التعامل فيها في الأموال طويلة الأجل ، أما الأسواق النقدية فيتم التعامل فيها في الأموال قصيرة الأجل.

أنواع الأسواق المالية :

تختلف أشكال ومسميات الأسواق المالية وذلك حسب طبيعة الأوراق المالية المعروضة في تلك الأسواق ، وتفرق المنشآت بين نوعين من أنواع الأسواق المالية ، النوع الأول : يطلق عليه السوق الأولى ، أما النوع الثانى : فهو السوق الثانوى. ويطلق على السوق الأولى سوق الإصدارات الجديدة للأوراق المالية ، حيث يكون هذا السوق مسئول عن إصدار الأوراق المالية الجديدة ، ويتكون من المنشآت التى ترغب فى إصدار أوراق مالية ، وفى الجانب الآخر مجموعة من الأفراد والمؤسسات المالية التى ترغب فى شراء الإصدارات الجديدة. ولإتمام عملية التبادل بين طرفى السوق الأولى ، يجب وجود وسيط بينهما يطلق عليه بنك الإستثمار ووظيفته هى جلب كل من البائعين والمشتريين.

وبعد إتمام عملية الشراء والبيع فى السوق الأولى ، فإنه يمكن تداول هذه الأوراق بعد إصدارها مرة أخرى بيعاً وشراءً ، وذلك من خلال السوق الثانوى. وبالتالي فالسوق الثانوى هو السوق الذى يتم فيه تداول الأوراق المالية بعد إصدارها. ولتوضيح ذلك إذا قام مستثمر بشراء أسهم فى الشركة "س" ثم أحفظ بهذه الأسهم لعدد معين من السنوات ، وعند رغبته فى الحصول على أمواله مقابل الأسهم ، فإنه بالطبع لا يستطيع رد الأسهم إلى الشركة ، ولكنه يستطيع أن يقوم ببيع هذه الأسهم لمستثمر آخر ، وذلك من خلال السوق الثانوى ودور المنشأة المصدرة للأسهم ينحصر فى تغيير الملكية ، وبالتالي فإن توزيعات الأرباح سوف تذهب إلى الملاك للجدد.

وبسبب أننا بصدد التركيز على وسائل الحصول على الأموال الخارجية ، لذلك فإن الاهتمام ينصب على السوق الأولى ، حيث أن السوق الثانوى عبارة عن عملية تداول للأسهم ولا تعتبر أساس لزيادة أو الحصول على أموال جديدة. علماً

بأن السوق الثانوى يؤثر بدرجة كبيرة على السوق الأولى من حيث كلما زاد عدد البائعين والمشتريين فى السوق الثانوى ، كلما واجهت الشركات صعوبة فى إصدار أسهم جديدة ، وتنقسم الأسواق الثانوية إلى نوعين.

الأسواق المسجلة :

ويقصد بالمسجلة الأسواق مثل البورصات ، وهو مكان خاص يتم فيه تبادل الأوراق المالية بيعاً وشراء وتعتمد الأسواق المسجلة على المزاد فى عملية تسعير بيع وشراء الأوراق المالية ، ويتحدد السعر من خلال نظام العطاءات. وحتى تستطيع الشركة أن تسجل أسهمها للتداول فى البورصة يجب على الشركة أن تستوفى الشروط الأساسية التى تضعها البورصات والتى تتضمن أن يكون للمنشأة مستوى معين من الأرباح ، وحجم أصول محدد بالإضافة إلى عدد معين من الأصول.

الأسواق غير المنظمة :

ويطلق على التعاملات خارج الأسواق المسجلة (البورصات) بالأسواق غير المنظمة أو المعاملات على المنضدة. وتتم هذه التعاملات من خلال بيوت سمسة تكون منتشرة فى الدولة. ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات إذ تتم التعاملات من خلال الاتصالات التى تربط بين البائعين والمستثمرين والسماسرة. وتتم عملية السمسة من خلال التفاوض بين العميل والسماسر. وتعامل الأسواق غير المنظمة أساساً فى الأوراق المالية غير المسجلة فى الأسواق المنظمة (البورصات) وعلى الأخص للسندات. كما أنها تتعامل فى الأسهم ، ولكن يقتصر تعاملها على أسهم الشركات الصغيرة أو الشركات التى تكون ملكيتها محدودة كما أنها قد تتعامل فى بعض الأوراق المالية المسجلة.

الاكتتاب المتميز :

يقصد بالاكتتاب المتميز أن الشركة بدلاً من أن تقوم بعرض الإصدارات الجديدة في الأسواق لجميع الراغبين ، فإنها تقوم فقط بعرضهم على مجموعة من حملة الأسهم الحاليين والذين في أمكنهم أن يرفضوا عملية الاكتتاب. والاكتتاب المتميز يكون غالباً في الأسهم العادية ، فكثير من الشركات قد يكون لديهم تحفظ على مدى بيع الإصدارات العامة أو لحملة الأسهم الحاليين والتي يطلق عليها الاكتتاب أو حقوق المبادرة. وبصفة عامة فإن السندات والأوراق المالية القابلة للتحويل يتم عرضها على أساس الاكتتاب المتميز. ولذلك فإن معظم الشركات تعتمد في البداية على حقوق المبادرة ، وعند استخدامها لبنوك الاستثمار لاكتتاب الإصدارات فهناك تعتمد عليها في شراء الإصدارات المتبقية بعد حقوق المبادرة وعلى السعر المحدد.

الأسواق الخاصة أو الأسواق المباشرة :

وكبديل لقيام عمليات للبيع من خلال الأسواق العامة (البورصات) أو خلال الاكتتاب المتميز. فقد تقوم المنشأة بالبيع في الأسواق الخاصة أو المباشرة مع المؤسسات المالية مثل شركات التأمين على الحياة وعديد من الأوراق المالية يمكن بيعها في الأسواق الخاصة ، ولكن معظم الأوراق التي تباع في الأسواق الخاصة هي القروض.

والعديد من الشركات لا يعتمدوا على بنوك الاستثمار في ترتيب الأسواق الخاصة ولكنها تعمل مباشرة مع المؤسسات المقرضة. والتعامل المباشر مع المقرضين يوفر على الشركة مصروفات مصرفي الاستثمار. وبالرغم من ذلك فإن بعض المنشآت تفضل التعامل من خلال مصرفي الاستثمار لسببين :

الأول : أن بنوك الاستثمار لديها اتصالات متعددة مع المؤسسات المالية أكثر من الشركات المقرضة وبالتالي فإن مصرفي الاستثمار لديها معلومات عن شكل الأوراق سوف تكون أكثر رغبة.

الثاني : حيث أن مصرفي الاستثمار أكثر اهتماماً بحالة العامة في السوق وبالتالي فإنهم يستطيعون مقارنة البيانات مما يجعل لديها القدرة على تقييم عروض المؤسسات المالية فلو أن العرض يخرج عن خط السوق العام فإن مصرفي الاستثمار سوف ينصحون الشركة بالبديل الأفضل وكذلك يستطيع مصرفي الاستثمار اقتراح طرق لحل الاختلافات بين طرفي التبادل إذا توقفت المفاوضات ولكن هناك مميزات بالأسواق المنظمة ومنها :

١- سرعة التبادل.

٢- انخفاض تكاليف الإصدار.

وسرعة التبادل ترجع إلى قصر الزمن الذي يستغرق في إحداث التبادل إذا كان الإصدار من خلال الأسواق المنظمة ، حيث أن الإصدارات من خلال الأسواق المنظمة يجب أن يسجل من خلال السلطات المسئولة وفي معظم الحالات قد يأخذ التسجيل من ٤٠ - ٦٠ يوماً وخلال هذه الفترة قد تحدث تغييرات في السوق مما يؤثر على نجاح بيع الإصدارات.

وتتميز الأسواق المباشرة بانخفاض تكلفة الإصدار مقارنة بالأسواق المنظمة وذلك بسبب تكاليف الإصدار ، كما أن هناك توفير في تكاليف التسجيل وذلك في حالة عدم الاعتماد على مصرفي الاستثمار.

أما عيوب الأسواق المباشرة فهي ارتفاع سعر الفائدة المطلوبة أو تكلفة التوزيعات ، حيث تحصل المؤسسات المالية معدلات فائدة أعلى بالنسبة لمثلها

المصدرة العامة ، وقد يطالبوا بنصيب فى الملكية كما فى حالة السندات القابلة للتحويل. هذا يعطى فرصة للمقرض فى الدخول إلى ملكية الشركة.

تكاليف الإصدار :

تتكون تكاليف الإصدار من عنصرين :

١- تكلفة الإكتتاب.

٢- مصاريف الإصدار.

وتشمل تكلفة الإكتتاب جميع التعويضات الخاصة بخدمات مصرفى الإستثمار التى تشمل النصح والإكتتاب والبيع ، وتحسب تكلفة الإكتتاب عن طريق.

$$\text{تكلفة الإكتتاب} = \frac{\text{إجمالى القيمة البيعية للأسهم - صافى البيع}}{\text{إجمالى قيمة بيع الأسهم}}$$

مثال :

قامت الشركة الوطنية بإصدار ٩٥٠٠٠٠ سهم عادى ، وقد قام مصرفى الإستثمار الذى تتعامل معه الشركة بشراء الإصدارات بمبلغ ٧٤٩٠٨١٥٣ جنيه ، ثم عاد وباع هذه الأوراق بمبلغ ٧٧١٨٧٥٠٠ جنيه فما تكلفة الإكتتاب ؟

$$\text{تكلفة الإكتتاب} = \frac{٧٤٩٨١٥٣ - ٧٧١٨٧٥٠٠}{٧٧١٨٧٥٠٠} = ٠,٠٣٩٥٣$$

$$= ٢,٩٥٣ \%$$

وتشمل تكلفة الاكتتاب كل من مصروفات التعويم فى حين أن مصروفات الإصدار تشمل المصروفات القانونية ، تكلفة الطباعة ، مصروفات التسجيل بالإضافة

إلى الضرائب. وبصفة عامة فإن تكاليف التعويم تنخفض كلما زاد حجم الإصدار. ومن الضروري مراعاة أن تكاليف التعويم تمثل نسبة من الحجم الكلى للمبيعات حيث تزداد التكاليف بالنسبة للشركة المصدرة بـ ٣٠ مليون سهم مقارنة بالشركة التي تصدر ٥٠ مليون سهم. لكن كنسبة فإنها قد تكون منخفضة بالنسبة للشركة الأولى ، وهذا يرجع إلى الجزء الثابت من تكاليف الإصدار والتي تنخفض كنسبة كلما زادت العدد وسبب آخر هو أن الإصدارات كبيرة الحجم نسبة تكاليف الإصدار تنخفض في الشركات الكبيرة نتيجة أنها تقوم ببيع الأوراق مرة واحدة وبالتالي فهي تكون أكثر أماناً وكذلك فإن دور مصرفي الاستثمار كتقديم خدمات والبيع سوف يقلل من التكاليف.

وبالإضافة إلى ذلك فإن تكلفة الإصدار للأسهم العادية تكون أعلى من الأسهم الممتازة والتي بدورها أعلى من تكلفة السندات (الاقراض) ، وهذا يعكس درجات الخطر المصاحبة لكل نوع من أنواع الأوراق المالية. ومن وجهة نظر المستثمرين فإن السندات تكن أكثر ضماناً عن امتلاك أسهم عادية. وتنعكس هذه المخاطرة للشركات في صورة ارتفاع التكاليف بالإصدار. عنصر آخر يؤثر في التأكيد المرتبطة بالسوق ومن ثم ترتفع تكلفة الإصدارات طالما أن مخاطر الإكتساب تزداد في مثل الفترة.

ثانياً - المؤسسات المالية :

هناك المستثمرون والذين يقوموا بعرض أموالهم بطريقة مباشرة ، بالإضافة إلى ذلك فهناك المدخرون. ويتم عرض أموالهم بطريقة غير مباشرة من خلال المؤسسات المالية. ويوجد ثلاث أنواع من الوسطاء الماليين هم :

١- البنوك.

٢- شركات التأمين.

٣- شركات الإستثمار (بنوك الإستثمار).

تقوم البنوك بالمساهمة في توفير الأموال من خلال منح القروض للشركات أو تمويل استئجار الأصول من خلال التسهيلات الائتمانية وفي نفس الوقت فهي تقوم بشراء أسهم عادية وسندات من الشركات.

أما شركات التأمين فمن خلال أقساط التأمين يتم تجميع الأموال ثم تعيد استثمار هذه الأقساط في أسهم وسندات شركات.

أما شركات الإستثمار فتقوم بالعملية التمويلية من خلال بيع حصص للأفراد، وتقوم باستثمار الأموال في أوراق مالية قابلة للتداول ، بعض الشركات تقوم باستثمار أموال في أوراق مالية حكومية ، ولكن معظم الشركات تقوم بالإستثمارات في أسهم وسندات شركات.

طرق تجميع الأموال الخارجية :

Methods of Acquiring External Capital

توجد قنوات مختلفة يمكن من خلالها تجميع الأموال طويلة الأجل ، فقد تعتمد الشركات على مصرفي الإستثمار لبيع أسهمها خلال العرض العام. أما الطريقة الثانية عن طريق أكتتاب متميز لمجموعة من حملة الأسهم. ثالثاً يمكن عن طريق أساكن خاصة بالمؤسسات المالية ونستعرض في هذا الجزء طبيعة مصرفي الإستثمار.

مصرفي الإستثمار (بنوك الإستثمار) :

Investment Banking (Investment Banks)

تتم عمليات تحديد التمويل طويل الأجل بصفة عامة على فترات ، وذلك عندما تشعر الشركة باحتياجاتها للأموال وعند حدوث مثل هذه الحالة فإن

الشركات تلجأ إلى مصرفى الاستثمار. ويعتبر مصرفى الاستثمار من المؤسسات المتخصصة الوسيطة بين الشركة وبين المستثمر ، وتعتمد عليها الشركات فى حالة الإصدارات الجديدة فقط وفى عمليات الوساطة التى يقوم بها مصرفى الاستثمار فإنه يقوم بأداء ثلاثة وظائف هى :

١- وظيفة النصح.

٢- وظيفة الاكتتاب.

٣- وظيفة التسويق.

٢- وظيفة النصح :

وحيث أن مصرفى الاستثمار متخصصون فى عمليات بيع الأوراق المالية ، فإن إحدى الوظائف الهامة التى يقوم بها مصرفى الاستثمار هى تقديم النصح للشركات خلال مرحلة التخطيط للإصدار وقبل إصدار أوراق مالية وتغطى النصح الخاصة بالإصدار الجوانب التالية :

١- أى أنواع الأوراق المالية التى يمكن إصدارها (سندات ، أسهم ،).

٢- سعر إصدار الورقة الجديدة.

٣- المميزات غير السعرية (على سبيل المثال : إصدارات السندات ، الإستحقاقات.

معدل فائدة الكربون ، عمولة انخفاض القيمة ...).

٤- تاريخ الإصدار.

وفى بعض الحالات قد يقوم مصرفى الاستثمار بعدم تقديم أى نصح ، ويتم عمل الترتيبات بين مصرفى الاستثمار وبين المنشآت المصدرة فى صورتين.

الصورة الأولى :

هي العطاءات التفاوضية ، وهي ترتيب يتم من خلال اختيار بنك استثمار أو أكثر في مرحلة التخطيط ويتم التفاوض والعمل مع مصرفي الاستثمار لتقرير جميع التفاصيل الخاصة بالإصدار ومن خلال الترتيبات يقوم مصرفي الاستثمار بتقديم النصح والمشورة.

الصورة الثانية :

تتم من خلال العطاءات التنافسية ، حيث طبقاً لهذه الترتيبات ، فإن المنشأة تحدد قبل الإتفاق مع مصرفي الاستثمار نوع الأوراق المالية التي يتم إصدارها وجميع التفاصيل الخاصة بالإصدار. وبعد ذلك يتم الدخول في عطاء تنافسي مع مصرفي الاستثمار واختيار أفضل العروض وفي حالة العطاءات التنافسية ، فإن الشركة لا تعتمد على النصح من بنك الاستثمار ، ولكن يتم تأمين سرية العطاءات التنافسية.

وتعتمد العطاءات التنافسية على فكرة تخفيض التكاليف للمنشأة المصدرة وفي سبيل هذا التخفيض فإن المنشأة تفقد النصيحة ، وفي كثير من الحالات فإن الأوراق المالية من خلال العطاءات التنافسية تكون غير جذابة بالنسبة لكثير من المستثمرين ، حيث تفقد الشق القانوني في عمليات الإصدار.

٤ وظيفة الإكتتاب :

وتعتبر وظيفة الاكتتاب وظيفة رئيسية ، حيث تعتبر وظيفة تأمينية طالما أن مصرفي الاستثمار يدخل مخاطر إنخفاض السعر وذلك عند الإصدار. فعند الإنتهاء من تفاصيل إصدار الأوراق المالية ، فإن المنشأة تقوم ببيع الإصدارات لمصرفي الاستثمار والذي يقوم بدوره ببيعه مرة أخرى إلى المستثمرين وتتابع هذه العملية يقصد بها أن مصرفي الاستثمار سوف يمتلك الأسهم حتى يمكن إعادة بيعها. وقد يتم بيع الأوراق

المالية فى نفس يوم الإصدار أو قد يأخذ أسبوع أو حتى شهور. وقد ينخفض سعر الأوراق المالية بعد قيام مصرفى الاستثمار بالشراء وبين إعادة البيع ، وهنا قد تحدث خسائر ، ولهذا يقوم بنك الاستثمار باكتتاب الإصدار. وبالرغم من أن بنوك الاستثمار هيئات متخصصة وغالبية الإصدارات التى تشترىها ناجحة إلا أنه يمكن حدوث خسائر وفى ذلك الوقت تصبح كبيرة.

وفى محاولة بنوك الإستثمار فى حماية أنفسهم فإنهم يقومون بتحليل إصدارات الأوراق المالية المقترحة بعناية. وأساساً فهم يحاولون التنبؤ برد فعل المستثمر عند الإصدار ، وبصفة عامة عندما يكون من الصعوبة معرفة رد فعل جيد للمستثمر فقد يكون دليل على عدم جودة سوق المال أو الشركة أو أن هذه الإصدارات تكون غير جذابة للمستثمرين ، وإذا كان هناك أى تشكك من قبل مصرفى الاستثمار حول التحصلات المستقبلية للشركة المصدرة فقد يردد مصرفى الاستثمار فى الاكتتاب فى أى إصدارات لهذه الشركة ، وبالتالي سوف يركز على الشركات القوية وهنا قد تمتنع الشركة عن عملية الإصدار حتى تتحسن حالة السوق.

طريقة أخرى تحمى بها بنوك الاستثمار عملياتها من خلال ترتيبات أفضل العروض حيث لا يقوم مصرفى الاستثمار بعملياتها من خلال ترتيبات أفضل العروض حيث لا يقوم مصرفى الاستثمار بشراء أى إصدارات بشكل فعلى حتى يجد المشتري ، أى يضمن عملية إعادة البيع. وتأخذ هذه العملية شكل اتفاق على البيع ويتم تحديد سعر البيع وهناك تتحمل الشركة المصدرة مخاطر عدم البيع ، وهنا لا يحدث أى شكل من أشكال الاكتتاب ، ومعظم عمليات أفضل العروض تتم بالنسبة لإصدارات الشركة الصغيرة أو المنشآت التى تتمتع بطبيعة خطيرة والتى تفرض لجنة مصرفى الاستثمار قبول إصداراتهم. أما الشركات المقبولة إصداراتهم ، وهى شركات كبيرة فيتم اتباع طريقة أفضل العروض لو كانت هذه الشركات فى حالة تأكد من قبول

السوق للإصدارات حيث أن هذه الطريقة توفر عليهم مصروفات الاكتاب ، وبعض عقود الشركات مع مصرفى الاستثمار قد تتضمن أن يتم الغاء الإتفاق مع مصرفى الاستثمار لو أن حالة السوق سيئة ، وهذا يحمى مصرفى الاستثمار من منح النصح الخاص بحالات السوق.

٥- وظيفة التسويق :

يتم بيع الأوراق المالية فى معظم الأحوال من خلال مجموعات بيعية والتي يتم انشاؤها من قبل مصرفى الاستثمار لأغراض تسوية الأوراق المالية للمستثمرين. وتتكون هذه المجموعات من منظمات بيع الإكتاب وكذلك السماسرة ، والذين يكونوا متخصصين فى بيع الإصدارات الجديدة وعمليات البيع التى تتم خلال المكتبين يتم تحصيل عمولة عليها ولذلك فإن مصرفى الاستثمار تسعى إلى تقوية المجموعات البيعية والسماسرة يحصلون على عمولة مقابل عملية البيع ، وإن كانت أقل من عمولة الإكتاب حيث أن السماسر لا يتحمل مخاطر الإكتاب.

وفى مرحلة الفحص والتفويض فإن المجموعات المكتبية تعمل على تجميع المجموعات البيعية قبل أن تقوم لجنة الأوراق المالية والتبادل بالموافقة على البيع. وتقوم المجموعات البيعية بإرسال كتالوج يتضمن مزايا الأوراق المالية الجديدة دون ذكر السعر وتوقيت الإصدار. ويتضمن هذا الكتالوج معلومة على أن هذا الكتالوج مجرد معلومات وليس عرض لبيع هذه الأوراق. وعند الموافقة من قبل المجلس على الإصدار فإن العملية التسويقية للأوراق المالية تبدأ ، وإذا كانت المجموعات البيعية قد قامت بعملية تسويق جيدة للأوراق ، أو أن الأوراق فى حد ذاتها جيدة ، فإن الإصدارات تباع بالكامل وبالعكس فقد يودى إلى صعوبة بيع الإصدارات.

الباب الثاني

تنظيم وإدارة الأسواق المالية

pdfelement



الباب الثانى

تنظيم وإدارة الأسواق المالية

إن إصدارات الأوراق المالية تتم فى السوق الأولى ولذلك فهى سوف تتعامل مع الإصدارات التى تتم لأول مرة ولكن بعض إتمام عمليات الإصدار فإن التداول لا يتم فى السوق الأولى ولكن يتم من خلال السوق الثانوى أو الثانى. ولذلك فالسوق الثانى هو السوق الذى يتم فيه تداول الأوراق المالية بعد إصدارها. ولذلك تعرف الأسواق الثانية عبارة عن أسواق تداول الأسهم ولا تعتبر أساس لزيادة أو الحصول على أموال جديدة ولكنها تؤثر بدرجة كبيرة فى الأسواق الأولية حيث زيادة حجم المتعاملين فى الأسواق الثانوية كلما زادت صعوبات السوق الأولية.

والأسواق الثانوية هى أسواق مسجلة ومنظمة حيث لا تسجل أى شركة فى السوق الثانوى إلا طبقاً لشروط أساسية تختلف من دولة لأخرى ويقوم القائمون على السوق الثانوى بوضع قواعد وشروط تسجيل الشركات أو تسجيل الأسهم. كما أن القائمين يقومون أيضاً بتحديد قواعد التداول والتعامل داخل هذه الأسواق وأسس معينة لتحديد أسعار الأوراق المالية هذه الأسواق الثانوية هو ما يطلق عليها البورصات. والبورصات بصفة عامة تختلف من دولة إلى أخرى طبقاً لظروف العمل فى هذه الدول. وإن كان التركيز يعتمد على تصميم وعمل البورصات العالمية حيث أن هذه البورصات تشمل الأنظمة التى تخضع للأسواق المفتوحة ذات الكفاءة المرتفعة.

ونحن بصدد استعراض البورصات ومتطلبات التسجيل فى الشركات فإن معظم البورصات تتطلب مواصفات معينة من الشركات التى يتم تسجيلها فى البورصة وهذه المتطلبات أو المواصفات تتم من خلال وضع حدود دنيا لما يلى :

(أ) متطلبات كميات :

- عدد الأسهم المصدرة.
- حجم التداول كل ستة شهور.
- أو عدد أسهم.
- حجم تداول سنوى.
- قيمة سوقية للأسهم.

(ب) متطلبات بيانات المالية :

- معايير مالية.
- متوسط الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

(ج) معايير متدفقات نقدية :

- متوسط تدفقات نقدية سنوية.

(د) بيانات سوقية :

- إيرادات سنوية.
- تمويل بالملكية كنسبة من صافى الأصول.

ومن ثم فإن الشركات التى ترغب فى تسجيل أسهمها فى البورصة يجب أن تغطى الاحتياجات المطلوبة أو الحدود الدنيا للبورصات. وذلك ينطبق على الشركات المحلية. ولكن بخصوص الشركات الأخرى التى لا تكون محلية بمعنى الشركات المؤسسة خارج حدود الدولة وتربغ فى التسجيل فى البورصة الخاصة بدولة أخرى فهناك متطلبات مختلفة.

ولتوضيح ذلك على سبيل المثال شركة مؤسسة داخل مصر وترغب أن

تسجل في بورصة نيويورك فإن متطلبات التسجيل في بورصة نيويورك تختلف عن متطلبات التسجيل للشركات الأمريكية. حيث قد تشترط البورصات شهادات إيداع دولية في أحد البنوك لضمان جدية الشركة بخلاف متطلبات مالية وعدد أسهم.

وبالرغم من أن البورصات هي الأسواق المسجلة والتي يتم تداول الأسهم بها والتي يتشترط أن تكون مسجلة إلا أن هناك أسواق أخرى تتداول فيها الأسهم غير مسجلة في البورصة ويطلب عليها أسواق غير منظمة أو المعاملات خارج المقصورة Over the Counter.

التعامل في البورصات :

بعد تعريف أسواق الملكية أو أسواق رأس المال فإننا من الضروري استعراض كيف يتم التعامل في أسواق رأس المال. وللتعرض إلى كيفية التعامل في البورصات فهناك مجموعة من النقاط التي من الضروري استعراضها حتى يمكن التعرف ومنهم عملية التبادل داخل الأسواق هي :

- ٤- من هم القائمين بالتبادل ؟
- ٥- كيف يتم تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة ؟
- ٦- كيف يتم التبادل ؟
- ٧- كيف يتم عمل مؤشرات البورصات ؟

(١) الوسطاء الماليين :

تبادل الأوراق المالية داخل البورصات لا يتم إلا من خلال مجموعة من الوسطاء الماليين والذي يطلق عليهم سماسرة. وينقسم الوسطاء الماليين داخل أسواق رأس المال إلى :

- سمسار وكيل.
- سمسار صالة.
- تاجر.
- صانع سوق.

وتختلف الشركات فى عمليات بيع الإصدارات حيث ينقسم بيع الإصدارات إلى أشكال مختلفة منها :

- **الاكتتاب العام الأولي Initial Public Offering** : وهى أن يتم بيع الأسهم لأى فرد أو شركة أو مستثمر والاكتتاب العام يتم فى حالات الإصدار لأول مرة والأسهم ذات الاكتتاب العام تحوى درجات كبيرة من الخطر وكذلك احتمالات العائد المرتفع.

- **الإصدارات الموسمية Seasoned Issue** : وهى إصدارات الشركات التى سبق وأصدرت أسهم للإكتتاب العام على سبيل المثال عند قيام شركة مثل ميكروسوفت بإصدار أوراق مالية إلى العامة لزيادة رأس المال أو التمويل فهذه إصدارات موسمية حيث سبق ، أن أصدرت أسهم للإكتتاب العام.

- **الإكتتاب الثانى Secondary Offerings** : كما سبق وأن ذكرنا أن مصرفى الاستثمار قد يقوم بشراء صفقة الإصدارات الخاصة للشركات الكبيرة لحسابه على أن يعيد بيعها مرة أخرى أو عندما تقوم إحدى الشركات المالية بإعادة بيع ما تملكه من أسهم شركات أخرى فقد يطلق عليها الإصدار الثانى. وفى معظم الأحوال يكون القائمين بالبيع مستثمرين. والفرقة بين الإكتتاب العام والإكتتاب الثانى أن الشركة المصدرة للأسهم لا تحصل على أى أموال إنما هى سبق وأن حصلت عليها فى الإكتتاب الأولى.

• **الإحلال الخاص Private Placement :** وهى عبارة عن عملية بيع الأوراق المالية على مجموعة صغيرة من المستثمرين علماً بأن عمليات البيع يجب أن يتم تسجيلها طبقاً للقواعد المتبعة.

• **الإكتتاب الدائرى Offering Circular :** بعض الشركات الصغيرة والتي لا يتطلب تسجيل حركات التداول الذى يتم عليها وذلك فى بعض البورصات وليس جميعها ولكن بالرغم من ذلك يجب تقديم المستندات المالية الخاصة بالشركة. كما يجب أن تشمل مستندات توضيح أسماء المساهمين وعنوانهم.

وليس بالضرورة أن يكون هؤلاء هم القائمين بالتبادل فى جميع البورصات ولكن قد يكون بعضهم فى بعض البورصات وقد يكون جميعهم يعملون فى البورصة وبصفة عامة يمكن القول أن فى بورصة نيويورك تجد جميع هذه المراكز فى حين فى مصر لا تجد إلا سمسار وكيل وسمسار صالة. وبصفة عامة فإن العاملين فى البورصة ما هم إلا وسطاء ماليين.

سمسار وكيل وقد يطلق عليه سمسار خصم وهى عبارة عن شركات السمسرة التى قد تقدم الحد الأدنى من الخدمة للعملاء والتي تتمثل فى عمليات البيع والشراء وبصفة خاصة تلك الأعمال المرتبطة بالجوانب الإجرائية. ومقابل ذلك فإنه يحصل على عمولة تتناسب مع حجم ما يقدمه من خدمات.

وفى نفس الوقت هناك سمسار وكيل والذى يقوم بتقديم كافة الخدمات التى يحتاجها المستثمر بدءاً من الإجراءات الخاصة بالشراء والبيع وحتى تقديم النصح والمشورة لإتخاذ القرار المناسب وسمسار كافة الخدمات يقوم بالأعمال التالية :

- الحفظ.
- توفير المعلومات.

• تقديم تسهيلات ائتمالية.

• النصح والمشورة.

• **سمسار الصالة** : وهو عبارة عن ذلك السمسار الذى يعمل داخل المقصورة فى البورصة ووظيفة سمسار الصالة هو تنفيذ تلك الأوامر التى ترد إليه من السمسار الوكيل وقد يكون سمسار الصالة تابع إلى السمسار الوكيل أو سمسار كل الخدمات وقد يكون منفصل عن السمسار الوكيل وفى هذه الحالة قد يحصل على عمولة مقابل عملية التنفيذ.

• **تجار** : وهم عبارة عن مجموعة المستثمرين والذين يقومون بشراء أعداد كبيرة من الأوراق المالية وهم غالباً ما يكون متخصصين أو يعملون لمصلحة شركات استثمار كبيرة يتوافر لديها المال الكافى للاستثمار فى الصفقات الضخمة والتى يكون لديها عملاء لهذه الصفقات.

• **صانع السوق** : يلعب صانع السوق دوراً كبيراً هاماً فى الأسواق المالية وذلك لإنعاش الأسواق وحماية التداول والمحافظة على الأسعار فى البورصة دون تدخل هيئة أسواق المال وصانع السوق يعمل كسمسار أيضاً وصانع السوق متخصصين فى أسهم بعض الشركات فقط ويمكن توضيح الأنشطة الرئيسية لصانع السوق.

• أنه يعمل كسمسار من حيث تلقى أوامر الشراء والبيع فى مقابل إتمام هذه العملية فإنه يحصل على عمولة تنفيذ الأوامر وهو فى ذلك مثل سمسار الصالة أو سمسار وكيل.

• يعمل كتاجر وذلك للمحافظة على سيولة السوق وتعاملاته وذلك عندما يكون تدفق السوق غير كافى حيث يقوم بالبيع أو الشراء حسب ظروف السوق

وذلك للمحافظة على استمرارية السوق كذلك ويحافظ على أن تكون التغيرات السعرية أيضاً في حدود معينة حتى لا تتضخم المكاسب والخسائر ولتوضيح ذلك نضرب المثال التالي :

حالة المحافظة على سيولة السوق واستمراريتها :

إذا عرض أحد المستثمرين بيع سهم السعر ٢٠ جنيه وفي نفس الوقت يرى المشتري أن السعر المناسب لهذا السهم هو ١٩ جنيه فإذا أصر كل من البائع والمشتري على تثبيت السعر من وجهة نظره فإنه لن يحدث تداول على السهم. ومن ثم قد يتدخل صانع السوق من أجل تحريك السوق فقد يعرض ، أن يبيع السهم بسعر ١٩,٥ جنيه وكذلك أن يشتري بنفس السعر. فإذا تحرك السعر فإن السوق بالتالي سوف يتحرك وهذا بدوره يؤدي إلى وجود تداول بصفة شبه دائمة على الأسهم التي يتخصص فيها صانع السوق.

حالة المحافظة على التغيرات السعرية :

يقوم صانع السوق بالعمل في عكس اتجاه السوق وذلك إذا كانت الأسعار وبصفة خاصة سعر السهم الذي يتعامل فيه يعمل في اتجاه واحد فقط. حيث في حالة انخفاض سعر السهم الذي يتعامل فيه يعمل في اتجاه واحد فقط. حيث في حالة انخفاض سعر الورقة المالية فإنه يقوم بشراء الأسهم من السوق وهو بذلك يزيد من رصيد المخزون من الأسهم التي يحتفظ بها. ويقوم بالحالة العكسية وعندما ترتفع أسعار الورقة الحالية التي يتخصص فيها فإنه يقوم بعرض جزء من مخزون الأسهم الذي يتوافر لديه. ومن العناصر المؤثرة على قرارات صانع السوق في عمليات الشراء والبيع هو حجم المخزون لدى صانع السوق من السهم. فإذا كان ما يتوفر لديه من الأسهم كبير عن الطبيعي أن يكون بائع للسهم إما إذا كان المخزون المتوافر لديه من

الأسهم قليل فإن صانع السوق يكون مشترياً للأسهم وهو أيضاً يقوم بتحديد عدد الأسهم التي يتعامل فيها عند سعر معين. بمعنى عند كل مستوى سعر للسهم يحدد صانع السوق عدد الأسهم التي سيقوم بعرضها أو يقوم بشرائها وهو بذلك يحدد سعر السوق.

دخول صانع السوق :

صانع السوق يقوم بعمل في وظيفتين داخل البورصة الأولى كسمسار والثانية كمتخصص وفي الحالة الأولى فإن دخل صانع السوق يكون من خلال ما يحصل عليه من عمولات مقابل تنفيذ الأوامر للمتعاملين.

أما الجزء الثاني من الدخل فيتم من خلال عمليات البيع والشراء للورقة المالية للمحافظة على كفاءة السوق. حيث يحقق إيرادات من خلال الفروق السعرية الناشئة عن البيع والشراء فعندما يشتري صانع السوق السهم عند سعر معين ثم يعيد البيع عند ارتفاع السعر للورقة المالية فإنه يحقق إيرادات أو أرباح. فمثلاً إذا انخفض أحد الأسهم ليصبح ٢٠ جنيه وقد قام صانع السوق بالبيع عند سعر ٢١ جنيه بذلك قد حقق ١ ج أرباح. وبصفة عامة فإن صناع السوق قد يكون لديهم محافظ أوراق مالية خاصة بهم ويسعوا لتحقيق التوازن بين الأوراق المالية الضعيفة والقوية.

(٢) كيف يتم تحديد أسعار الأوراق المالية ؟

يوجد نظامين من خلاهما يتم تبادل الأوراق المالية النظام الأول وهو عبارة عن نظام المزاد حيث سعر الورقة المالية يحدد من خلال العرض والطلب على السهم وتتم العملية من خلال أن المستثمر الذي يرغب في البيع يحدد السعر الذي يرغبه مقابل السهم وفي نفس الوقت فإن المشتري من خلال السمسار الخاص به يحدد السعر الذي يدفعه مقابل الحصول على السهم. فإذا تساوى السعرين فإن الصفقة تتم

إما إذا اختلف السعريين فإن الصفقة لن تتم وهنا قد يتنازل المشتري أو البائع لإتمام الصفقة أو قد يتدخل صانع السوق مما يساعد على إتمام الصفقة عن طريق تحديد السعر من جانبه. والسعر الذى يتم عنده الصفقة هو السعر الذى يظهر كقيمة أو كسعر للسهم فى البورصة.

الطريقة الثانية لتحديد أسعار فى البورصة من خلال العطاءات التنافسية حيث يتم بداية اليوم سعر السهم خلال التفاوض وبناء على أسعار الإقفال فى اليوم السابع وبناء على التفاوض الذى يتم بداية اليوم ابتداء بالسعر التفاوضى الذى تم تحديده فى أول اليوم.

أوامر التعامل : Types of Orders

أن التعامل داخل البورصة يتم من خلال مجموعة من الأوامر والتى بناء على هذه الأوامر يتم التعامل داخل مقصورة البورصة ومن خلال هذه الأوامر فإننا نقصد بها كل من أوامر البيع أو أوامر الشراء.

وتنقسم الأوامر الخاصة البيع أو الشراء إلى :

- أوامر السوق Market Order
- أوامر محددة Limited Order
- أوامر إيقاف Stop Order
- أوامر إيقاف تبادل Stopped Out
- أوامر إيقاف شراء Bay Stop Order
- أوامر إيقاف خسائر Stop- Loss Order
- أمر يومى Day Order

- أمر فتح Open Order
- أمر سارى حتى الإلغاء All or More
- أمر الكل أو لا شىء Fill or-kill

ويشرح هذه الأوامر يمكن أيضاً أن يقوم بتقسيمها إلى ثلاث مجموعات حيث المجموعة الأولى هي أوامر السوق والمجموعة الثانية هي مجموعة الأوامر المحدودة ثم مجموعة الأوامر الخاصة. هذا وسوف نستعرض هذه الأوامر فى سياق الجزء التالى :

- **أمر السوق** : هو عبارة عن إعطاء الأمر للسمسار لشراء ورقة مالية بالسعر الجارى المطلوب الآن أو لبيع الورقة المالية بالسعر الجارى المعروض الآن.

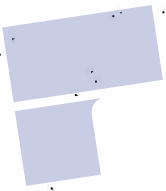
- **الأمر المحدد** : وهو على عكس أمر السوق حيث يقوم المستثمر بتحديد سعر معين الذى من خلاله تنفيذ البيع والشراء. ويتم تنفيذ الأمر المحدد فى حالة ما إذا وصل سعر السوق إلى السعر المحدد حيث يكون فى حالة البيع بالأمر المحدد فإن تنفيذ البيع يتم عندما يكون السعر قد وصل للسعر المحدد أو أعلى وفى حالة الشراء فإن التنفيذ يتم عندما يصل السعر إلى السعر المحدد أو أقل.

ولتوضيح ذلك نضرب المثال التالى : إذا رغب أحد المستثمرين فى شراء ١٠٠ سهم من الشركة س عدد سعر ٣٥ جنيه أو أقل. فإن الأمر سيتم تنفيذه إذا كان سعر السهم ٣٥ جنيه أو أقل ولا يمكن تنفيذه إذا كان السعر أكثر من ذلك.

الباب الثالث

مؤشرات البورصة

 pdfelement



pdfelement

الباب الثالث

مؤشرات البورصة

كثيراً ما نسمع كلمة مؤشر البورصة وأن هذا المؤشر قد ارتفع أو انخفض بعدد معين من النقاط بالإضافة إلى ما هو مدلول الارتفاع والانخفاض. بالنسبة للنقطة الأولى وهي مؤشر البورصة ويطلق عليه مؤشر السوق Market Index. مؤشر السوق أو البورصة عبارة عن مقياس يقيس حالة سوق الأوراق المالية أو البورصة بصفة عامة. بمعنى أن المؤشر يعطى قياس لحالة السوق سواء ارتفاع أو انخفاضاً أو حتى ثبات السوق فهو محصلة التغيرات التي حدثت في أسعار السهم طوال يوم معين. هذه المؤشرات تساعد المستثمرين على بناء التوقعات الخاصة بهم ومدى إقبالهم على شراء أو بيع الأوراق المالية حيث يعبر المؤشر عن حركة أسعار الأوراق المالية بشرط أن تستخدم أسس سليمة لإعداد المؤشر. ويعتبر مؤشر داو جونز هو أشهر المؤشرات الخاصة بالبورصات. وتختلف مسميات المؤشرات من دول لأخرى حيث تسمى المؤشرات في الدول المختلفة.

Dow Jones	داو جونز	• الولايات المتحدة
Nikki	نيكى	• اليابان
DAX	داكس	• ألمانيا
CAC	كاك	• فرنسا
Financial Times	فاينشال تايمز	• إنجلترا

يستخدم المؤشر من قبل المستثمرين وذلك لمعرفة اتجاهات السوق وبصفة عامة يمكن تلخيص استخدامات المؤشر في النقاط التالية :

(أ) عائد السوق :

المؤشر يعطى فكرة سريعة عند العائد المتولد نتيجة الاستثمار فى الأوراق المالية. المؤشر يعكس حركة أسعار الأوراق المالية. فيمكن معرفة التغير فى قيمة الأسهم وبصفة خاصة إذا كان المستثمر يضع أمواله فى العديد من الأسهم يعطى للمكاسب والخسائر التى قد يتحملها المستثمر.

(ب) الحكم على أداء الإدارة :

إذا قام أحد المستثمرين بتكوين محفظة أوراق مالية بمعنى الاستثمار فى العديد من الأوراق المالية وبصورة عشوائية فإنه يحقق عائد مساوى لعائد السوق أو مساوى لارتفاع مؤشر السوق أما إذا كان التنوع بطريقة علمية فإن العائد الخاص به يجب أن يرتفع عن عائد السوق ولذلك يستخدم المؤشر كعنصر مساعد لمعرفة أداء الإدارة القائمة بالتنوع فى الأوراق المالية.

(ج) الحكم أو قياس مخاطر السوق :

تستخدم التغيرات التى تحدث فى مؤشرات السوق كأحد الوسائل لقياس مخاطر السوق بصفة عامة بمعنى المخاطر المنتظمة التى يتعرض لها سوق.

شروط تكوين مؤشرات البورصة :

رغم اختلاف المؤشرات وتنوعها ويقصد بالاختلاف هنا اختلاف أسس ومسميات المؤشرات إلا أن الشروط التى ينشئ عليها المؤشر واحد تقريباً على مستوى جميع البورصات وشروط تكوين المؤشر تقوم على أربعة أسس رئيسية هم العينة ، الأوزان ، الوضوح والبساطة.

١- العينة :

يقصد بالعينة هنا هو عدد الأوراق المالية التى سوف تدخل ضمن المؤشر.

ففى كثير من الأحوال قد يكون من الصعب إدخال جميع الأوراق المالية التى يتم تداولها فى البورصة ضمن عناصر المؤشر وبذلك قد تختبر بعض الأوراق المالية والتى تستخدم لحساب المؤشر. والعينة التى تستخدم هنا يجب أن تمثل السوق أفضل تمثيل وأن تكون العينة ملائمة ويقصد بالملاءمة أن الأوراق المالية المستخدمة فى العينة والتى يشملها مؤشر السوق تشمل جميع قطاعات السوق والمكونة للاقتصاد القومى دون أن يكون هناك ميلاً لبعض القطاعات دون البعض الآخر.

ومن الملاحظ أنه كلما زاد عدد الأسهم المستخدمة فى المؤشر كلما أدى إلى كفاءة المعلومة المعروضة. ولكن فى الأسواق التى تتميز بالكفاءة فإن العينة تمثل السوق تمثيل جيد ولا تقل كفاءة عن الأسهم ككل.

٦- الأوزان :

ويقصد بالأوزان هنا أنه يتم إعطاء كل سهم وزن نسبي وهناك ثلاث مداخل مختلفة لإعطاء أوزان للأوراق المالية

• المدخل الأول :

الأوزان المتساوية وهى عبارة عن إعطاء قيم نسبية لكل سهم هذه القيمة متساوية بصرف النظر عن سعر السهم فى السوق. فعلى سبيل المثال لو كان المؤشر مكون من أربعة أسهم وأن القيمة الكلية ٢٠٠ جنيه فإن كل سهم يكون نصيبه ٥٠ جنيه بصرف النظر إذا كان أحد الأسهم يبلغ فى السوق ٧٠ جنيه. هذا وسوف يتم شرح هذا المدخل بالتفصيل فيما بعد.

• المدخل الثانى :

وهو يعتمد على قيمة التعامل بمعنى عدد الأسهم وقيمتها وبذلك فإن تأسيس المؤشر هنا يعتمد على قيمة التعامل بمعنى عدد الأسهم من كل ورقة مالية تم تداولها مضروباً فى سعر السوق (سعر التداول) لهذه الورقة.

٧- الوضوح والبساطة :

ويقصد بذلك بالإجراءات الحسابية لإعداد المؤشر حيث من الضروري أن يعتمد المؤشر على طريقة حساب بسيطة يستطيع أن يفهمها ويستغلها كل من يريد أن يستفيد من المؤشر. ولذلك قد تستخدم متوسطات حسابية بسيطة أو متوسطات جبرية ولكن المهم هو وضوح المؤشر المستخدم والاستفادة منه.

طرق حساب مؤشرات السوق :

سوف نستعرض هنا مجموعة من المؤشرات ، وهى عبارة عن تلك المؤشرات التى ترتبط بالأسهم فقط علماً بأن هناك مؤشرات خاصة بالسندات ولكنها أقل شيوعاً ومعرفة نظراً لأن الاهتمام الأكبر ينصب على الأسهم أكثر من كونه يهتم بالسندات. وعند استعراضنا لطرق حساب المؤشرات فإننا سوف نستعرض المداخل الثلاث والتى سبق أن تعرضنا لهم عند شرحنا إلى الأوزان.

٦- حساب المؤشر بالترجيح السعري Price Weighted :

يعتبر مؤشر داو جونز هو أكثر من المؤشرات شيوعاً وأقدمهم على الإطلاق وينسب هذا المؤشر إلى أسم الشخص الذى صممه. ويعتمد هذا المؤشر على استخدام عينة من الشركات الصناعية فقط هذه العينة تتكون من ٣٠ ورقة مالية (٣٠ سهم). وتستخدم الأسعار كأسس لترجيح المؤشر ويقوم تصميم المؤشر على النحو التالى :

- ١- يتم حساب مجموع أسعار الـ ٣٠ سهم ذلك تحت حالة أسعار الفتح (يقصد بها أسعار بداية اليوم) وكذلك لأسعار الإقفال (وهى أسعار نهاية اليوم).
- ٢- يتم حساب متوسط القيمة عن طريق قسمة مجموعة أسعار السهم على عدد الأسهم.
- ٣- يتم حساب نسبة التغير عن طريق الاختلاف بين سعر الإقفال وسعر الفتح مقسوماً على سعر الفتح.

ولتوضيح هذه الخطوات نضرب المثال التالي :

نفترض أن المؤشر سوف يتكون من ثلاث أسهم هم أ ، ب ، ج وأن أسعار

الفتح والإقفال لهذه الأسهم على النحو التالي :

الأسهم	سعر الفتح	سعر الإقفال
أ	٤٠	٤٥
ب	٣٠	٢٠
ج	٢٠	١٠
المجموع	٩٠	٧٥

$$٢٥ = \frac{٧٥}{٣}$$

$$\text{متوسط} = \frac{٩٠}{٣} = ٣٠$$

لاحظ أن عدد الأسهم = ٣

$$\text{من ثم فإن نسبة التغير} = \frac{٣٠ - ٢٥}{٣} = (١٦,٧\%)$$

وهكذا يتم قياس الفترة التالية لهذه الأسعار. واستناداً إلى ما سبق فإن معادلة

حساب المؤشر تكون على النحو التالي :

$$\text{مؤشر داو جونز} = \frac{\text{مجموع أسعار ٣٠ سهم}}{\text{عدد الأسهم (٣٠)}}$$

ولكن ما معنى أن المؤشر بالسالب أو بالموجب ، إذا كان المؤشر بالسالب

فهذا يعني أن السوق بصفة عامة قد انخفض هذا لا يعني أن جميع الأسهم قد انخفضت

ولكن دليل على أن العدد كبير من الأسهم قد انخفض وبالعكس إذا كان المؤشر

بالموجب فهو دليل على ارتفاع السوق بمعنى أن غالبية الأسهم قد ارتفعت وليس كل

الأسهم.

وتظهر مشكلة هذا المؤشر عند حدوث تقسيم السهم الواحد إلى سهمين أو

أكثر وفي هذه الحالة فإن أسعار الأسهم سوف تنخفض بمقدار النصف هذه العملية

يطلق عليها Split. ومن ثم فإن المؤشر فى هذه الحالة سوف يكون مضلل ومن ثم يكون من الضرورى وتعديل عدد الأسهم التى تستخدم فى عملية القسمة لحساب المؤشر.

فعلى سبيل المثال إذا تم تقسيم السهم ب وتحويل كل سهم إلى سهمين فإذا كان سعر السهم قبل التقسيم يبلغ ٣٠ جنيه فإنه بعد التقسيم سوف يبلغ ١٥ جنيه وبالتالي يجب تعديل المؤشر مرة أخرى حتى يتناسب هذا التقسيم. ولكن السبب فى التعديل أنه إذا تم استخدام سعر ٣٠ جنيه كسعر فتح وسعر ١٥ جنيه كسعر إقفال لنفس السهم فإن ذلك سوف يشير إلى إنخفاض فى البورصة ولكن هذا الإنخفاض غير حقيقى بالمرّة لأنه إنخفاض ناتج عن تقسيم أسهم وليس عن انخفاض سعر السهم.

كيف يتم تعديل المؤشر ليتلاءم مع عملية التقسيم :

تتم عملية التعديل عن طريق حساب قيمة المؤشر قبل عملية التقسيم ثم تثبت القيمة وذلك لإيجاد القيمة الجديدة للمقسوم عليه. ولتطبيق ذلك :

والإقفال لهذه الأسهم على النحو التالى :

الأسهم	أسعار قبل التقسيم	أسعار بعد التقسيم
أ	٤٠	٤٠
ب	٣٠	١٥
ج	٢٠	٢٠
المجموع	٩٠	٧٥

$$٧٥ - \frac{٧٥}{٣}$$

$$٣٠ - \frac{٩٠}{٣}$$

وطبقا لذلك :

فإن المقسوم عليه الجديد = ٣,٧٥

وبالتالى فإن الأسعار بعد ذلك يتم تقسيمها على ٣,٧٥ بدلاً من ٣ قبل التقسيم. ويصبح تقسيم الأسهم بعد ذلك على ٣,٧٥ حتى يحدث تقسيم جديد لآى سهم آخر وهنا تتم عملية التعديل مرة أخرى.

٧- طريقة متوسط القيمة Value - Weighted :

تعتمد طريقة متوسط قيم أسعار السوق لكل الأسهم التى تدخل ضمن المؤشر والقيمة السوقية للأسهم داخل العينة عبارة عن حاصل ضرب سعر السهم فى السوق فى عدد الأسهم. وتستخدم القيمة الأولية لبداية المؤشر كوزن نسبى فى بناء المؤشر ويتم حساب الإرتفاع بعد ذلك بالنسبة لقيمة المؤشر.

$$\text{والمؤشر عبارة عن} = \frac{\text{مجموع القيم السوقية للعينة}}{\text{مجموع القيم السوقية للأساس}} \times \text{قيمة المؤشر المبدئية}$$

نفترض أن المؤشر مكون من ثلاث أسهم هم أ ، ب ، ج وكانت أسعار الأسهم وكذلك عدد الأسهم المتداولة كما هو موضح بالجدول التالى :

والإقبال لهذه الأسهم على النحو التالى :

عدد الأسهم	سعر السهم	الأسهم
١٠.٠٠٠٠	١٠	أ
٦.٠٠٠٠	١٥	ب
٥.٠٠٠٠	٢٠	ج

يتم حساب قيمة الأسهم عن طريق حاصل ضرب سعر كل سهم فى عدد

الأسهم وتصبح على النحو التالى :

القيمة	عدد الأسهم	سعر السهم	الأسهم
١٠.٠٠.٠٠.٠٠	١٠.٠٠.٠٠	١٠	أ
٩٠.٠٠.٠٠.٠٠	٦.٠٠.٠٠	١٥	ب
١٠.٠٠.٠٠.٠٠	٥.٠٠.٠٠	٢٠	ج
٢٠.٠٠.٠٠.٠٠			

وتعتبر هي القيمة الأساسية وسيتم اعتبار أن هذه القيمة تعادل ١٠٠ ماذا يحدث إذا تغيرت الأسعار في اليوم التالي لتصبح كالتالي :

الأسهم	سعر السهم	عدد الأسهم	القيمة
أ	١٢	١٠.٠٠٠٠	١٢٠.٠٠٠.٠٠٠
ب	١٠	٦.٠٠٠.٠٠	٦٠.٠٠٠.٠٠٠
ج	٢٠	٥.٠٠٠.٠٠	١٠٠.٠٠٠.٠٠٠
			١٩٠.٠٠٠.٠٠٠

$$\text{قيمة المؤشر الجديد} = \frac{\text{قيمة السوق اليوم}}{\text{قيمة السوق الأساسي}} \times ١٠٠$$

وبذلك يكون السوق قد انخفض بمقدار ٥ نقطة.

ماذا يحدث لو حدث تقسيم للأسهم ؟ هذه الطريقة لا تحتاج إلى تعديل أو تغير في حالة تقسيم الأسهم ويرجع السبب في ذلك أن المؤشر يعتمد على القيمة وليس على سعر السهم وبالتالي فإن القيمة سوف تتغير طبقاً لعدد الأسهم وقيمة السهم ومن ثم فلا تعديل أن تغير لهذا المؤشر. ولتوضيح ذلك فإننا نضرب المثال التالي :

لو أن المؤشر يتكون من ثلاث أسهم وكانت الأسعار والتقسيمات على مدار ثلاث فترات كما يلي :

يوم ١/١

الأسهم	سعر السهم	سعر السهم بالجنيه	القيمة
أ	١٠.٠٠٠.٠٠	١٠	١٠.٠٠٠.٠٠٠
ب	٦.٠٠٠.٠٠	١٥	٩٠.٠٠٠.٠٠٠
ج	٥.٠٠٠.٠٠	٢٠	١٠٠.٠٠٠.٠٠٠
			٢٠٠.٠٠٠.٠٠٠

بدالية المؤشر = ١٠٠

يوم ٢/١

الأسهم	سعر السهم	سعر السهم بالجنيه	القيمة
أ	٢٠٠٠٠٠٠	٥	١٠٠٠٠٠٠٠
ب	٦٠٠٠٠٠٠	٢٠	١٢٠٠٠٠٠٠٠
ج	٥٠٠٠٠٠٠	١٥	٧٥٠٠٠٠٠٠٠
			٢٠٥٠٠٠٠٠٠

$$\text{المؤشر} = \frac{٢٠٠٠٠٠٠}{٢٠٠٠٠٠٠٠} \times ١٠٠ = ١٠٢,٥$$

لاحظ أن التقسيم تم في السهم (أ).

يوم ٣/١

الأسهم	سعر السهم	سعر السهم بالجنيه	القيمة
أ	٢٠٠٠٠٠٠	٦	١٢٠٠٠٠٠٠٠
ب	٦٠٠٠٠٠٠	٢,٥	١٥٠٠٠٠٠٠٠٠
ج	٥٠٠٠٠٠٠	٧,٥	٧٥٠٠٠٠٠٠٠٠
			٢٣٧٠٠٠٠٠٠٠

$$\text{المؤشر} = \frac{٢٣٧٠٠٠٠٠٠}{٢٠٠٠٠٠٠٠٠} \times ١٠٠ = ١١٨,٥$$

لاحظ أنه تم تقسيم السهم (جـ) مقارنة بالأشهر السابقة (٢/١).

ومن الشمال السابق يتضح أن استخدام المؤشر بالاسناد على القيمة لا يحتاج

إلى تعديل أو تغيير في حالة حدوث تقسيمات للسهم.

٨- طريقة الأوزان المتساوية :

تعتمد هذه الطريقة على إعطاء كل سهم من الأسهم وزن متساوى بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد السهم فعلى سبيل المثال إذا كان هناك سهمان سعر الأول ٢٠ جنيه وسعر الثانى ٤٠ جنيه فإنه يتم إعطاء وزن للسهم الأول يعادل نفس وزن السهم الثانى. وهذه الطريقة تصلح للمستثمر البسيط الفردى الذى لديه محفظة أوراق مالية مكونة من عدد بسيط من الأسهم ويرغب فى عمل مؤشر لمتابعة التغيرات التى تحدث فى البورصة بمعنى مراقبة محفظة الأوراق المالية به. وتقوم فكرة المؤشر على أن المستثمر يقوم باستثمار مبالغ متساوية فى كل سهم. وبذلك تختلف كمية الأسهم المشتراه ومن ثم يختلف الوزن حسب الكمية المشتراه.

وبتوضيح ذلك بطريقة أفضل نفرض أن أحد المستثمرين يمتلك ٣٠٠٠ جنيه وأن هناك ثلاث أسهم هم أ ، ب ، ج أن المستثمر سوف يقوم باستثمار ١٠٠٠ جنيه فى كل سهم من الأسهم وبذلك يتم حساب الكمية المشتراه من كل سهم ونضرب المثال التالى :

السهم	سعر السهم	عدد الأسهم	القيمة	الوزن
أ	٥٠ جنيه	٢٠	١٠٠٠	١
ب	٤٠ جنيه	٢٥	١٠٠٠	١
ج	٢٠ جنيه	٥٠	١٠٠٠	١

ماذا يحدث إذا تغيرت أسعار الأسهم من يوم لآخر ؟ عند تغيير السعر فإن عدد الأسهم سوف يتغير وعند تغيير السعر والكمية فإن الوزن بالطبع $\frac{3}{1}$ القيمة طالما لم تحدث أى تغييرات فى أسعار السهم تغيرت الأسعار بالنسبة للوزن نجد أن كل سهم يحصل على $\frac{3}{1}$ من القيمة الكلية.

استخدامات مؤشرات السوق :

يهتم العاملون ببورصة الأوراق المالية بمؤشرات السوق ويرجع السبب في ذلك هو استخدام مؤشر السوق في تقدير عائد السوق ومخاطر السوق ولكن السؤال كيف يمكن استخدام مؤشر السوق في تقدير العائد والمخاطرة. أولاً أن الاختلافات بين قيم مؤشر السوق من يوم لآخر أو من شهر لآخر يشير إلى التغييرات التي تحدث في السوق ومن خلال هذه التغييرات يمكن حساب مقدار العائد نتيجة هذه التغييرات ولتوضيح فكرة قياس العائد من خلال المؤشر نضرب المثال التالي.

نفرض أن قيم المؤشر كانت على مدار الثمان شهور الماضية على النحو

التالي:

قيمة المؤشر	الشهور
١١٠	يناير
١٠٢	فبراير
١٠٤	مارس
١٠٨	إبريل
١١٥	مايو
١١٢	يونيه
٩٨	يوليو
١٠١	أغسطس

والمطلوب الآن حساب العائد في السوق من خلال البيانات التاريخية عن

الفترة السابقة.

أولاً : لحسب الفرق بين المؤشر من شهر لآخر.

ثانياً : تقسم قيمة التغير الذى حدث على قيمة المؤشر فى شهر الأساس.

بمعنى أن الحساب يتم من خلال :

$$\text{قيمة العائد} = \frac{\text{قيمة المؤشر فى شهر فبراير} - \text{قيمة المؤشر فى شهر يناير}}{20000000}$$

فعلى سبيل المثال :

$$\text{عائد شهر يناير} = \frac{110 - 102}{110}$$

ثالثاً : يتم حساب متوسط حسابى لعائد الشهور عن طريق :

$$\frac{\text{مجموع عوائد الشهور}}{\text{عدد الشهور}}$$

= نحصل على عائد السوق على مدار الثمانى شهور الماضية.

ولحساب درجة المخاطر التى يحويها السوق (المخاطر المنتظمة) فإننا نستخدم

معادلة الانحراف المعيارى لقياس ذلك عن طريق :

أولاً - إيجاد الفرق بين القيم (كل قيمة على حدة) وبين المتوسط الحسابى.

ثانياً - يتم تربيع الفرق.

ثالثاً - تجميع الفروق وتقسم على عددها مطروحاً منه واحد (٨ - ١).

رابعاً - يتم إيجاد الجذر التربيعى للنتائج نحصل على الانحراف المعيارى.

وبالتطبيق على المثال السابق نجد أن عائد السوق ومخاطر السوق على النحو

التالى :

الاشهر	قيمة المؤشر	الفروق	قيمة المؤشر / شهر الأساس	نسبة التغير %
يناير	١١٠	-	-	
فبراير	١٠٢	٨-	- ١١٠/٨-	٧,٢
مارس	١٠٤	٢	- ١٠٢/٢	١,٩٦
إبريل	١٠٨	٤	- ١٠٢/٤	٣,٨٤
مايو	١١٥	٧	- ١٠٨/٧	٦,٤٨
يونيو	١١٢	٣-	- ١١٥/٣-	٢,٦-
يوليو	٩٨	١٤-	- ١١٢/١٤-	١٢,٥-
أغسطس	١٠١	٣	- ٩٨/٣	٣,٠٦

المتوسط = ٠,٩٩ %

الانحراف المعياري = ٦,٧٩ %

رابعاً - كفاءة السوق :

كثيراً ما نسمع كلمة كفاءة السوق وعدم كفاءة السوق وهنا قد يفكر الكثير في معنى كفاءة السوق وفي هذا الجزء سوف نستعرض الأجزاء بكفاءة السوق. وكذلك إلى مفاهيم كفاءة السوق وأنواع الكفاءة المقصودة.

١- مفاهيم كفاءة السوق :

يقصد بكفاءة السوق أن سعر السهم الذي يباع في السوق يعكس القيمة الحقيقية لهذه الورقة المالية وعلى أساس مجموعة من العناصر هي :

- أ - أن المعلومات الخاصة بالورقة المالية متاحة لجميع المتعاملين في السوق. ويقصد هنا بالمعلومات هنا في المعلومات المالية عن الورقة المالية محل التعامل ، المعلومات التاريخية عن قيمة السهم التقارير الخاصة. بأداء المنشأة أو أى معلومات أخرى قد تؤثر على سعر الورقة المالية في السوق.

ب - كفاءة استخدام البيانات المتاحة من قبل المتعاملين في السوق بمعنى القدرة على تفسير مفهوم البيانات المتاحة وفهم واستيعاب المضمون. هذا يعنى أن المستثمرين يعدلون أسعار الأسهم في السوق استناداً إلى البيانات بحيث أن السعر الجديد يعكس تأثير المعلومات التي توفرت.

ج - أن المعلومات الواردة للسوق تحدث بطريقة عشوائية وأنها تحدث في توقيت واحد للجميع بمعنى أن إعلان المعلومات يحدث في نفس التوقيت ولا يعتمد على أشخاص أو أفراد معينين.

وعملية خلط الشروط الثلاثة معاً وهم توافر المعلومات وتحليل وفهم المعلومات وعشوائية المعلومات يعنى أن التغيرات السعرية في أسعار الأوراق المالية قد يحدث بصورة سريعة وأن الأسعار قد تتغير بصورة عشوائية أو بصورة مستقلة. هذا في معناه أن تعديل أسعار الأوراق المالية يتطلب عدد كبير من المستثمرين أن يقوموا بتحليل تأثير المعلومات الجديدة على القيمة وأن عمليات البيع أو الشراء سوف تتم حتى يتم تغيير السعر ليعكس هذه المعلومات. ولحدوث ذلك فإن الأمر يتطلب حد أدنى من حجم التعامل في ظل تنافس بين المستثمرين حتى يمكن أن تتحرك أسعار الأوراق المالية وهو ما يجعل السوق أكثر كفاءة.

ومن الملاحظ أن حدوث مثل هذه التحركات يكون فيها جزء افتراضى وأن توافر مثل هذه المعلومات والقدرة على تحليلها يختلف من سوق لآخر ومن دولة لأخرى ولذلك فإن درجة كفاءة السوق تختلف من سوق لآخر ولذلك يمكن التمييز بين ثلاث حالات مختلفة لكفاءة السوق هم :

- السوق الضعيف.

- السوق شبه الكفاء.

- السوق الكفاء.

ولتحديد كل نوع من الأنواع السابقة فإن الأمر يتوقف على مجموعة من الإفراضات تتعلق بكل نوع من هذه الأنواع وسوف نتطرق إلى كل نوع ولكن لماذا نتعرض إلى أنواع الأسواق. تعتبر تحديد طبيعة السوق الذى نتعامل فيه من العناصر الأساسية والهامة والتي تساعد على تقدير وتقييم الأوراق المالية بالإضافة إلى تحديد هل الأسعار الخاصة بالأوراق المالية فى هذا السوق أسعار حقيقية أو غير حقيقية بمعنى أن المتعامل فى سوق الأوراق المالية يجب أن يكون ملم بطبيعة السوق الذى يتعامل فيه من حيث كفاءته وحتى يتمكن من تحديد أسعار الأوراق المالية وكيفية التعامل.

٢- السوق الضعيفة : Weak Form Efficient Market

يقوم الفراض السوق الضعيفة على مجموعة من العناصر أن الأسعار الحالية للأوراق المالية فى السوق تعكس التابع التاريخي لأسعار هذه الأوراق وكذلك معدلات العائد الخاصة بها بالإضافة إلى بيانات عن حجم التعامل وأيضاً إلى بيانات أخرى عن السوق مثل حجم التعامل فى الكميات الكسرية وغير الكسرية وأي تحويلات تتم للأوراق المالية سواء من قبل المتخصصين أو أى مجموعات أخرى ومن ثم فالسوق الضعيف يعكس التعاملات الماضية أو التاريخية. ولكن هذه التعاملات الماضية ليس لها علاقة بالتعاملات المستقبلية بمعنى أن التعاملات الماضية سواء من حيث الأسعار أو معدلات العائد لا ترتبط بالمعدلات المستقبلية. ولذلك فإن المكاسب التى قد يحققها المتعامل فى سوق الأوراق المالية لا تتبع قواعد معينة للبيع أو الشراء ولكن تتم بطريقة عشوائية ولذلك فإن الاعتماد الكلى هنا على القرارات المرتبطة بالمستثمر تستند إلى جوانب الماضى.

اختبارات السوق الضعيفة :

يمكن التعرف على نوع السوق بالاستناد إلى مجموعة من الاختبارات يتم

عملها على السوق ومن خلال هذه الاختبارات التي تطبق يمكن التعرف على صيغة السوق.

وتنقسم هذه الاختبارات إلى نوعين من :

النوع الأول : ترتبط باختبارات احصائية لقياس مدى استقلالية العلاقة بين معدلات العائد.

النوع الثاني : يتضمن اختبارات لقواعد التعامل ومدى علاقة التعاملات وبين العائد والمخاطرة.

وتعتمد هذه الاختبارات على قياس تغيرات الأسعار للأوراق المالية خلال فترة زمنية معينة ومدى قوة العلاقة بين تغيرات أسعار الأوراق المالية ومعدل العائد. فهل إذا كان معدل عائد أحد الأوراق المالية موجب فهل ذلك العائد يؤدي إلى تغيرات في أسعار هذه الورقة؟ وبالعكس إذا انخفض العائد فهل ذلك سيؤدي إلى تغيرات في الأسعار؟ بمعنى أن هذا الاختبار يقيس مدى ارتباط تغيرات الأسعار بتغيرات العائد في السوق ففي حالة وجود ارتباط ضعيف بين الأسعار والعائد فيتعبر السوق ضعيفة علماً بأن العلاقة تقاس في الأجل القصير وليس الأجل الطويل.

اختبارات التعامل :

تعتمد اختبارات التعامل على دراسة سلوك المتعامل في البورصة هل يعتمد المستثمر على نمط معين عند تعامله في البورصة؟ هل يستخدم بعض البيانات التاريخية من السوق كأساس للتعامل بمعنى هل يتبع المستثمر قواعد معينة عند تعامله في بورصة الأوراق المالية مثل السعر، حجم التعامل، مبيعات الكميات الكسرية بالإضافة إلى أى أنشطة معينة. هذه الاختبارات تقارن بين العائد والمخاطرة ومحاماة

التعامل بالاستناد إلى تكلفة المعاملات ، سياسة الشراء والاحتفاظ. وقواعد السوق الضعيف تتضمن ثلاث نقاط هم :

- أن المستثمر يستخدم البيانات العاملة المتاحة فقط حيث أن التعاملات لا تعتمد على قد تكون أيضاً المعلومات العامة غير المتاحة إلا بعد فترة زمنية معينة.
- عند حساب العائد الناتج من المعاملات فإن الحسابات تتضمن تكلفة التعاملات حيث تزداد تكلفة التعامل.
- أن المستثمر قد يختار أوراق مالية مرتفعة الخطورة نظراً لسعيه لتحقيق أعلى عائد ممكن.

٣- السوق شبه الكفاء :

في حالة السوق شبه الكفاء فإن أسعار الأوراق المالية تتعدل بسرعة طبقاً للمعلومات المنشورة العامة حيث أن أسعار الأوراق المالية تعكس كل المعلومات العامة.

والاختلافات بين المعلومات المتاحة في السوق شبه الكفاء والسوق الضعيفة. هو أن معلومات السوق شبه الكفاء تأخذ في الاعتبار كل المعلومات غير السوقية مثل توزيعات الأرباح للأسهم إيرادات الأسهم (ربحية السهم) مضاعفة السعر ، نسبة التوزيعات للإيرادات ، نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية ، تقسيمات الأسهم ، وأيضاً كل ما يتعلق بالمعلومات الاقتصادية والسياسية عن السوق.

بمعنى أن المستثمر في السوق شبه الكفاء لا يعتمد فقط على بيانات تاريخية ولكن أيضاً بيانات غير سوقية ولذلك فإن قرار المستثمر بالنسبة للأوراق المالية سيتم بعد الإعلان عن المعلومات وأن درجة المخاطرة من وجهة نظر المستثمر يتم تعديلها

طبقاً للمعلومات المتاحة والمعلنة. ومن ثم فإن المستثمر لا يحقق أى أرباح غير عادية بطريقة عشوائية وعلى حساب الآخرين فى السوق طالما أن الآخرون سوف يقوموا بعمل فى نفس التحليلات.

اختبارات السوق شبه الكفاء :

فى ظل السوق شبه الكفاء فإن أسعار الأسهم فى سوق الأوراق المالية سوف تعكس المعلومات المتاحة وفى ظل هذا النوع من الأسواق فإن الأسعار قد لا تكون واقعية فى بداية الأمر ولكن يتم تعديلها بعد فترة زمنية قصيرة وذلك بمجرد إجراء التحليلات اللازمة للمعلومات بصفة عامة فإن المستثمر فى ظل السوق شبه الكفاء يقوم بعمل تحليلات عن :

أ - دراسة التوقعات المستقبلية فيما يتعلق بأسعار الأسهم هذه التوقعات تتضمن دراسة سلسلة زمنية للعائد الناشئ عن الورقة المالية بالإضافة إلى استخدام المعلومات سواء التاريخية أو المتاحة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية وكذلك العائد.

ب - أن المستثمر وبالطبع سعر الورقة المالية يستجيب بدرجة سريعة لأى أحداث اقتصادية هامة. ومن ثم فإن أسعار الأوراق المالية تستجيب وتتفاعل مع الأحداث الاقتصادية الهامة. ولذلك فإن المستثمر يعدل من العائد المتوقع بعد التعديل نتيجة المخاطر التى يتعرض لها.

ج - أن هناك ارتباط إلى حد كبير بين حركة السوق وأسعار الأوراق المالية فى السوق. وأن هذه الأسعار تعتمد على معدل العائد المتوقع من الورقة المالية مقارنة بالعائد فى السوق.

٤- السوق الكفاء :

فى ظل السوق الكفاء فإن أسعار الأوراق المالية تعكس تماماً جميع المعلومات

العامة والخاصة في السوق مع الأخذ في الاعتبار عدم تواجد أشخاص يحتكرون المعلومات المتاحة ومن ثم يشكلون أسعار الأوراق المالية في السوق. واستناداً على ذلك لا يمكن لأى مستثمر في السوق الكفاء أن يحقق أرباح غير عادية أو أن يحصل على عائد أعلى من متوسط العائد المعدل للمخاطرة. بمعنى أنه إذا حصل على عائد مرتفع فإنه يتضمن مقدار مخاطر تتناسب مع حجم هذا العائد. والسوق الكفاء هو السوق الذى تعدل فيه أسعار الأوراق المالية بسرعة لأى معلومات قد تظهر علماً بأنه أيضاً لا توجد تكلفة مقابل الحصول على المعلومات ، وأنها تقدم لكل من يطلبها فى أى وقت.

ومن ثم يمكن تحديد الخصائص أو الصفات التى يتمتع بها فى السوق الكفاء:

- أ - أن المعلومات فى السوق الكفاء تتوافر لجميع العاملين فى السوق وبدون مقابل وفى أى وقت يطلب فيه المستثمر هذه المعلومات سواء كانت المعلومات عامة أو معلومات خاصة.
- ب - لا توجد أى قيود على التعامل بمعنى أن المستثمر يستطيع أن يتعامل فى السوق الكفاء بسهولة وبدون أى قيود فى البيع والشراء أو الدخول والخروج من السوق.
- ج - لا توجد أى تدخلات قد تؤثر على الأسعار ومن ثم فإن تصرفات المستثمرين قد لا تؤثر تأثير كبير على سعر الورقة المالية.
- د - أن جميع المستثمرين يتصفون بالرشد ولذلك فهم يسعون إلى تعظيم المكاسب من جراء استغلال ثرواتهم.

العائد والمخاطرة :

يعتبر الخطر من الأساسيات التى لا يمكن استبعادها عند اتخاذ القرارات.

ولهذا فإنه من الضروري فهم ومعرفة مصادر الخطر التي تتعرض لها المنشأة وكيفية قياسها وكذلك تأثير الخطر على العائد الذى تحققه. وسوف نبدأ هذا الجزء بمعنى الخطر وتحديد كيفية قياسه حيث أن عدم فهم الخطر يؤدي إلى إتخاذ القرارات المالية بطرق غير سليمة والتي تؤدي بدورها إلى التأثير على قيمة المنشأة وأثره الملاك.

أولاً - معنى الخطر :

عندما تكون التدفقات النقدية أو الإيرادات غير معلومة فإنه يطلق على هذه الحالة الخطر أو عدم التأكد. وفي هذا الجزء فإننا نستخدم تعبير الخطر كمرادف لعدم التأكد وأن كان فى واقع الأمر هناك اختلاف بين الخطر وعدم التأكد ، حيث الخطر يعنى أن هناك احتمال لحدوث التدفقات النقدية وإن كان حجمها غير محدود وغير معلوم. أما عدم التأكد هو عدم وجود أى احتمالات لحدوث التدفقات النقدية. وتعرض المنشآت بكافة أنواعها إلى الخطر وأن يوضحها الشكل التالى :



المخاطر الاقتصادية العامة :

يقصد بها المخاطر الناشئة عن الحالة الاقتصادية فى الدولة بصفة عامة فعلى سبيل المثال حالات الكساد تؤدي فى أغلب الحالات إلى تخفيض الإنتاج والعمالة

كوسيلة للمحافظة على الربحية ، أيضا السياسات المالية والنقدية للدولة مثل التعديلات الضريبية والمصروفات التحويلية وغيرها قد تؤدي إلى نفس نتائج الكساد وبصفة عامة فإن مثل هذه العوامل وغيرها تؤدي أما إلى وجود نظرة تفاؤلية أو تشاؤمية بالنسبة للمستهلكين المستثمرين والأعمال بصفة عامة هذه النظرة سواء كانت تشاؤمية أو تفاؤلية فإنه تنعكس بطبيعة الحال في شكل درجة الخطر والتي تؤثر بدورها على العائد المتوقع من جانب المستثمرين.

مخاطر التضخم :

المصدر الثاني للخطر هو مخاطر التضخم ، حيث يؤدي التضخم إلى وجود حالة من عدم التأكد في السياسات السعرية (التسعير) ، وتكلفة التمويل (تكلفة الأموال) بالإضافة إلى تكلفة العمل (الأجور والمرتبات) وكذلك المواد الخام. ويحدث التضخم تغيرات في مستوى ضرائب الدخل وبالرغم من مخاطر التضخم فإن هناك بعض المنشآت تستفيد من التضخم في حين يؤدي التضخم إلى مشاكل كثيرة لمنشآت أخرى. وهي بصفة خاصة المنشآت التي تعتمد على الاقتراض بنسبة كبيرة. حيث أن التضخم يرفع من تكلفة التمويل مما يؤدي إلى عدم قدرة مثل هذه المنشآت على زيادة حجم السوق. وبالرغم مما سبق فإن حالات التضخم ليست ثابتة على مستوى الصناعات والأعمال كلها إلا أن هناك وضوح في تأثير التضخم على درجة الخطر بالمنشآت.

المخاطر الدولية :

ويقصد بالمخاطر الدولية بالمخاطر الناشئة عن المنافسة الدولية ، ومعنى آخر فإن الشركات والمنشآت التي تنتج أو تصنع في أسواق أخرى غير الأسواق المحلية تتعرض إلى مخاطر دولية. وبطبيعة الحال فإن المخاطر الدولية تحوى مخاطر السياسات

المالية الدولية ، الأسعار العالمية للمواد الخام والوقود ، الحروب وخلافه. وتواجه المنشآت ، كلها مخاطر دولية بصورة أو بأخرى ولكن تختلف درجة تأثيرها على المنشأة التى تتبع أسس دولية.

المخاطر الخاصة بطبيعة المنشأة :

وتقسم هذه المخاطر إلى ثلاثة أقسام هى :

مخاطر الأعمال :

وهى المخاطر المرتبطة بالسوق الذى تعمل فيه المنشأة وتعلق بالتغيرات فى التكنولوجيا المطبقة فى الصناعة ، حجم المنافسة ، درجة التكاليف الثابتة مقارنة بالتكلفة المتغيرة للإنتاج ، المبيعات والأساليب التسويقية. وتؤثر العناصر السابقة على حجم المخاطر التى تتعرض لها المنشأة. وبالرغم من ارتباط هذه العناصر بطبيعة النشاط إلا أنه من المناسب النظر إلى أن هذه العناصر تؤثر على مستوى الإيرادات.

مخاطر مالية :

وهى المخاطر المرتبطة بحجم التمويل الخارجى أو الاقتراض والديون ، استئجار الأصول وكذلك بالأسهم الممتازة. ويرجع خطر العناصر السابقة أنها من التكاليف الثابتة لعملية التمويل ويكون لها أولويات على التدفقات النقدية وذلك قبل توزيعات الأرباح للملاك. ومن الواضح أنه كلما زادت التكاليف التمويلية كلما زادت درجة الخطر.

مخاطر الإصدار :

وهى المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية التى تصدرها المنشآت وتعتبر الأسهم

العادية أكثر مخاطرة من السندات من وجهة نظر المستثمر. ويرجع السبب إلى الأولوية القانونية للسندات عن الأسهم العادية. وتعتبر مخاطر الإصدار أقل أهمية من مخاطر الأعمال والمخاطر المالية إلا أنها ذات أهمية كبيرة عند عمل إصدارات جديدة.

والنقطة الهامة من التعرض لمصادر الخطر هو تأثيرها على التدفقات النقدية حيث أن الخطر يرتبط بالتغيرات التي تحدث في التدفقات النقدية وبصفة خاصة بتلك التي تكون أقل من المتوقع. وطالما أن الخطر يأتي من مصادر كثيرة فإنه من الصعب تعميمه. ولكن من الكفاءة تحديد مجهودات لتجربة المخاطر المحتملة والمرتبطة مع المشروعات عند مناقشة القرارات المالية مع الأخذ في الاعتبار الشكل العام للخطر ومن خلال هذا فإن المنشآت يمكن أن تصل إلى أهدافها.

ثانيا - قياس الخطر :

بعد التعرض إلى أنواع الخطر ومصادره بالنسبة للمنشآت ، فإنه من الضروري قياس الخطر. ويعتبر الخطر من وجه نظر المستثمر هام جدا للمنشآت طالما أن الخطر جزء أساسي من قرارات الاستثمار ويؤثر الخطر بصورة أو بأخرى على قيمة المنشأة وكذلك على تكلفة التمويل الإضافي. حيث يوجد ارتباط بين درجة الخطر ومعدل العائد المتوقع من قبل المستثمرين. ويختلف معدل العائد المتوقع عن معدل العائد المطلوب وإن كان في بعض الحالات يتساوى كل منها وتختلف الطرق المستخدمة لقياس الخطر ، إلا أنه هناك ارتباط بين هذه الطرق.

ثالثا - نموذج تسعير الأصول :

كان التركيز في الأجزاء السابقة على درجة الخطر في الاستثمار الفردي وكذلك في مستوى محفظة الأصول في حالة وجود تنوع في الاستثمارات. واتضح من ذلك أن القياس المناسب للخطر هو الانحراف المعياري للعائد سواء في حالة

الاستثمار الفردي أو في حالة تنويع الاستثمارات في المحفظة. ولكن السؤال الذي يطرح نفسه الآن هو ماذا يحدث للخطر عند إضافة استثمار جديد إلى المحفظة كيف يمكن قياس الخطر في هذه الحالة ، والإجابة على هذا السؤال تأتي من خلال قياس تغير عائد المحفظة الحالية والعائد للمحفظة بعد إضافة الاستثمار الجديد. ومن الضروري ملاحظة أن هذه الحسابات تتم من وجهة نظر المنشأة ، وأن المنشأة باستثماراتها الجديدة سوف تؤثر على المستثمرين الحاليين ، ومع ذلك فإنه من وجهة نظر المستثمر فإن القرارات الخاصة بالاستثمار الجديد ترتبط بدرجة التغير في العائد عند شراء الاستثمار وعائد المحفظة الحالية. وعند هذه النقطة تظهر مشكلة تحديد محفظة المستثمرين ، حيث هناك العديد من المستثمرين في السوق ولكل منهم محفظة مختلفة.

وتعتمد نظرية التمويل في حل هذه المشكلة على إيجاد متوسط العائد السوقى المتوقع من جانب المستثمر وكذلك درجة الخطر في هذا العائد عن طريق إيجاد مؤشرات السوق وهي عبارة عن :

م ع س = معدل العائد السوقى المتوقع

س = الانحراف المعياري للعائد السوقى

وهذان المؤشران يقدمان متوسط العائد السوقى المتوقع لمحفظة متنوعة وتنويع أمثل أقل وكذلك الانحراف المعياري لهذا العائد السوقى.

وبالتالى فعند إضافة استثمار جديد إلى محفظة الأصول أو محفظة الاستثمارات فى إحدى المنشآت فإنه من الضرورى مقارنة العائد المتوقع من الاستثمار الجديد بالعائد السوقى وكذلك درجة الخطر فى هذا العائد. وهنا يتطلب الأمر إيجاد علاقة بين الاثنين عن طريق التغيرات بين العائد السوقى وعائد الاستثمار عن طريق :

تغاثر س = رت س ث⁸ س⁸

حيث أن :

تغاثر س = تغاير الاستثمار والسوق.

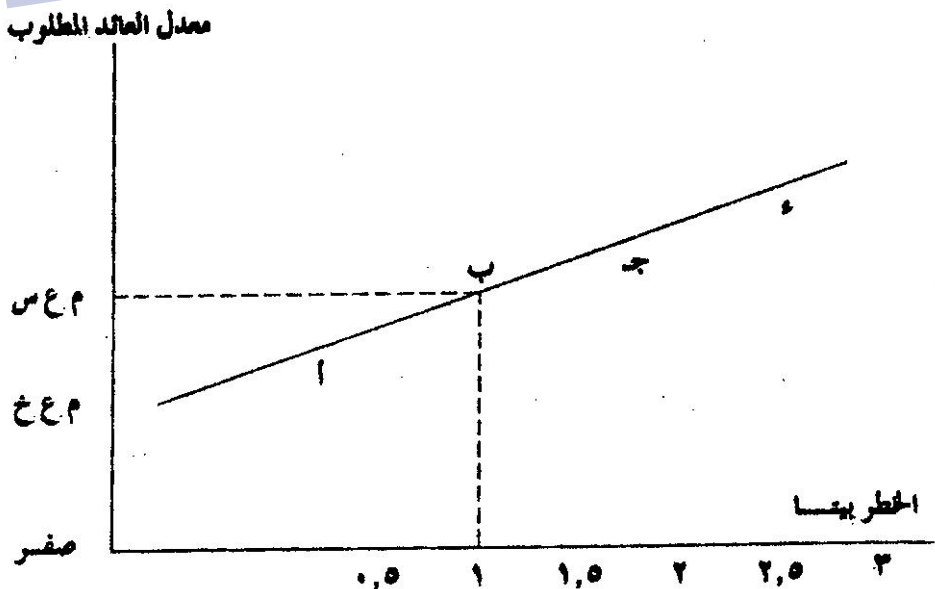
ل⁸ س = معامل ارتباط بين عائد السوق وعائد الاستثمار الجديد.

ث⁸ = الإنحراف المعياري لعائد الاستثمار.

س⁸ = الإنحراف المعياري لعائد السوق.

ويطلق على العلاقة بين معدل العائد المتوقع من الاستثمار الجديد في علاقته بالعائد السوقي بمعامل بيتا أو بمعنى آخر فإن معامل بيتا يقيس تغاير معدل العائد المتوقع على الاستثمار بالعائد السوقي مقسوماً على تباین العائد السوقي وتحسب بيتا عن طريق :

$$\text{بيتا} = \beta = \frac{\text{تغاثر س}}{\text{س}^8} \quad (٢٧)$$



وبافتراض أن المستثمر أمام اختيار فرصة استثمارية من بين الفرص الموضحة في الشكل أ ، ب ، ج ، د الخط أد عبارة عن تسعير الأصول في حالة الاستثمار أ فإن العائد السوقي أكبر من العائد على الاستثمار والمشروع ب مساوي للعائد السوقي (م ع س) أما في حالة ج ، د فإن العائد المطلوب عليهما أعلى من العائد السوقي. وبالتالي فدرجة الخطر أعلى هذا يقود إلى أن المستثمر يطلب بدل مخاطرة على الاستثمارات الأكثر خطورة عن طريق المعادلة الآتية :

$$\text{بدل الخطر} = (\text{ع س} - \text{م ع خ}) \text{ بيتا}$$

وهو ما يظهر من الشكل السابق ومن خلال هذا يمكن حساب معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر نتيجة الاستثمار عن طريق :

(٢٨)

$$\text{م ع م} - \text{م ع خ} + (\text{م ع س} - \text{م ع خ}) \text{ بيتا}$$

حيث أن :

$$\text{م ع م} = \text{معدل العائد المطلوب}$$

$$\text{م ع خ} = \text{معدل العائد الخالي من الخطر}$$

$$\text{م ع س} = \text{معدل العائد السوقي}$$

$$\text{بيتا} = \text{درجة الخطر} = \frac{\text{تغاثر س}}{\text{س}^2}$$

ويطلق على هذه المعادلة نموذج تسعير الأصول ويمثل معدل العائد المطلوب من خلال هذا النموذج تكلفة الأموال المملوكة.

مقال :

تفكر إحدى الشركات إضافة استثمار جديد إلى محفظة الأصول وكان معدل العائد الخالي من الخطر ٩٪ ومعدل العائد السوقي ١١٪ وكان التغير بين العائد على الاستثمار والعائد السوقي ٠,٠١٢، والانحراف المعياري للسوق ١٥٪ فما هو معدل العائد الذي تطلبه الشركة للاستثمار الجديد ؟

الحل :

$$\text{بيتا} = \frac{0,012}{(0,15)} = 0,08$$

$$\text{م ع م} = 9\% + (11\% - 9\%) \times 0,08 = 10,06\%$$

pdfelement



الباب الرابع

تحديد أسعار الأوراق المالية

pdfelement



الباب الرابع

تحديد أسعار الأوراق المالية

من العناصر الأساسية والتي يسعى إليها أى مستثمر فى سوق الأوراق المالية هو كيف يمكن تحديد قيمة الورقة المالية فى السوق بمعنى كم تساوى الورقة المالية الآن. ولا ينتهى الاهتمام فقط بسعر الورقة المالية الآن ولكنه يمتد إلى التفكير فى كيفية للتنبؤ أو تقدير الورقة المالية فى المستقبل. حيث أن القيمة المستقبلية المتوقعة للورقة هى المحدد الرئيسى لعمليات الشراء وبالتالى فإن النظرة تختلف من مستثمر إلى آخر بمعنى هل المستثمر يسعى إلى تحقيق أرباح رأسمالية؟ وهو ما نطلق عليه المضارب أم يسعى إلى الإستفادة من العائد الدورى المحقق بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية؟ والنظرة إلى عملية المكاسب تختلف من سوق لآخر وحسب طبيعة السوق فغالبية الأسواق غير الكفاء يسعى فيها المتعاملون فى الأوراق المالية إلى تحقيق مكاسب رأسمالية أكثر من سعيهم إلى الاحتفاظ بالأوراق المالية لمدة طويلة. ولذلك فإن الإهتمام ينصب فى المقام الأول على معرفة مدى التغيرات التى تحدث فى سعر الورقة فى الأجل القصير. وبصفة عامة فإن محددات تسعير الأوراق المالية كثيرة ومتشعبة وإن كان يمكن حصر هذه العناصر فى ثلاث عوامل رئيسية :

- أ - تحليل سوق المال والاقتصاد بالدولة. وهذا العنصر يشمل كيف يتم تجميع الاستثمار والأموال فى هذه الدولة وكيف توزع الاستثمارات بمعنى حجم الاستثمار فى السندات ، الأسهم النقدية.
- ب - تحليل الصناعة : بمعنى أن حالة الصناعة عامل مؤثر على طبيعة الشركة التى تعمل فى هذه الصناعة وبالتالى فهى عنصر مؤثر على سعر الورقة المالية.
- ج - طبيعة الشركة : الحالة المالية للشركة هى العنصر الثالث المؤثر فى سعر الورقة ويقصد بالحالة المالية الموقف المالى الذى يعتمد على تحليل البيانات المالية.

وبصرف النظر في الوقت الحالى للحديث عن العوامل الرئيسية فإننا سوف نستعرض هنا كيف تقيم أو تسعر الأوراق المالية وسوف نقوم بتقسيم هذا الجزء إلى:

أولاً - كيف يتم تسعر الأسهم العادية.

ثانياً - كيف يتم تسعر السندات.

ويقصد بالتسعر هنا هو تحديد سعر الورقة المالية أو حساب قيمة الورقة المالية الآن.

أولاً - تسعر الأسهم العادية :

يقصد بالتسعر هنا هو تقدير قيمة الورقة المالية أو السهم ويمكن حساب قيمة الورقة المالية عن طريق استخدام طريقة من طريقتين ولا يتوقع أن تؤدي الطريقتين إلى نفس النتيجة ولكن من الممكن أن تعطى قيمة تقريبية بحيث أن يكون الفرق بين قيمة السهم في الطريقتين ليست فروق كبيرة والطريقتان هما :

١- طريقة صافي القيمة الحالية.

٢- طريقة المضاعف السعري (معدل السعر / الربح).

وقبل التطرق إلى كيف يتم حساب قيمة السهم بالطريقتين يجب أن نعلم أن للسهم قيمة اسمية وقيمة دفترية وأيضاً قيمة سوقية.

القيمة الاسمية : هي عبارة عن قيمة إصدار السهم بمعنى أنها القيمة التي تكون مكتوبة على السهم عند إصداره وقد تسمى قيمة الإصدار أيضاً.

القيمة الدفترية : وعبرة عن قيمة السهم في الدفاتر ويتم حساب القيمة الدفترية عن طريق قسمة قيمة حقوق الملكية كما تظهرها الحسابات الختامية (الميزانية) على عدد الأسهم المصدرة من الشركة.

أما القيمة السوقية : وهى عبارة عن القيمة التى يباع ويشترى بها السهم وهى القيمة التى تظهر فى سوق الأوراق المالية. ولا يشترط بالضرورة أن تكون القيمة السوقية هى القيمة الحقيقية للسهم حيث قد تكون القيمة السوقية أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية أو حتى مساوية لها. ويرجع الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية إلى عناصر كثيرة ومختلفة وأن كان التركيز هنا يكون على القيمة السوقية بصرف النظر عن هل القيمة السوقية هى نفسها القيمة الحقيقية أم لا ؟

والقيمة السوقية للسهم يمكن حسابها كما سبق أن ذكرنا من خلال طريقتين نستعرضهما فى هذا الجزء.

١- طريقة القيمة الحالية :

تعتمد فكرة القيمة الحالية فى المقام الأول على إيجاد القيمة الحالية للمكاسب المتوقعة فى المستقبل باستخدام سعر خصم مناسب. والمقصود بالقيمة الحالية هى القيمة الآن على اعتبار أن الاحتفاظ بالسهم سوف تحقق مكاسب هذه المكاسب أساساً تظهر فى صورة التوزيعات التى تقوم الشركة بتوزيعها على حملة الأسهم العادية سواء كانت هذه التوزيعات سنوية أو نصف سنوية أو حتى ربع سنوية. وبالتالى فإن هذه الطريقة تعتمد جزئياً على توزيعات الأرباح أو قد تسمى التدفقات النقدية. أما الشق الثانى فى نموذج القيمة الحالية هو عبارة عن معدل الخصم أو معدل العائد أو سعر الخصم. وتعتبر عملية تحديد سعر الخصم المناسب أو معدل العائد هو الجزء الأصعب فى طريقة القيمة الحالية وتختلف الطرق المتبعة لحساب معدل العائد أو معدل الخصم وسوف نتطرق إلى الطرق المختلفة بصورة سريعة إلى كيفية حساب معدل العائد.

يتم تقدير معدل العائد أو سعر الخصم المستخدم فى طريقة القيمة الحالية وهو

ما يطلق عليه معدل العائد المطلوب من خلال :

أ- استخدام سعر خصم خالي من الخطر يضاف إليه بدل مخاطرة :

وفي هذه الحالة يستخدم سعر فائدة الأوراق المالية الحكومية سواء كانت في صورة سندات حكومية أو أذون خزانة ويضاف إلى ذلك بدل خطر وهنا بدل الخطر عملية تقديرية من قبل المستثمر وتتوقف على طبيعة النشاط الذي تعمل فيه الشركة وطبيعة الشركة ذاتها وحالة الاقتصاد القومي. ولذلك نجد أن بدل الخطر الذي يضاف في هذه الطريقة يختلف من شخص لآخر حسب التقدير الذي يراه وطبقاً لذلك فإن معدل العائد المطلوب يساوى :

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{سعر فائدة خالي من الخطر} + \text{بدل خطر}$$

ب- استخدام معدل المخاطر المنتظمة :

وتتشابه هذه الطريقة مع الطريقة السابقة وأن كان هناك اختلاف في طريقة حساب بدل المخاطرة حيث أن هذه الطريقة لا تعتمد على العنصر الشخصي في تقدير بدل الخطر ولكن تستند إلى الطريقة العلمية والتي تعتمد على البيانات المنشورة أو بيانات السوق ويشار إلى هذه الطريقة أو معامل المخاطر المنتظمة بمعامل بيتا وبحسب معدل العائد المطلوب طبقاً لهذه الطريقة على :

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{عائد خالي من الخطر} + \left(\text{عائد السوق} - \text{خالي من الخطر} \right) \times \text{معامل المخاطر المنتظمة}$$

وبالنسبة لعائد السوق فإنه من الممكن حسابه عن طريق مؤشر سوق المال والذي تم استعراضه في الجزء السابق أما بالنسبة لمعامل المخاطر المنتظمة للورقة المالية فيمكن حساب المعامل من خلال بعض الطرق الإحصائية تحسب من خلال :

- حساب معامل الارتباط بين الورقة المالية وبين السوق. ويتم ذلك من خلال إيجاد العلاقة بين تغيرات أسعار الورقة المالية وتغيرات مؤشر السوق.
- حساب الانحراف المعياري لأسعار الورقة المالية.
- حساب الانحراف المعياري لمؤشر السوق.

ثم بتطبيق القانون الخاص بذلك يتم إيجاد معدل العائد المطلوب والذي يمثل سعر الخصم في طريقة القيمة الحالية.

$$\text{معامل} = \frac{\text{معامل الارتباط بين السوق والورقة المالية} \times \text{الانحراف المعياري لسعر الورقة المالية}}{\text{الانحراف المعياري لمؤشر السوق}}$$

وبعد استعراض كيف يمكن حساب معدل العائد المطلوب فإننا نستعرض كيف يتم حساب سعر السهم باستخدام القيمة الحالية ؛ وسوف نستعرض أولاً القانون العام لإيجاد سعر السهم.

سعر الورقة المالية =

$$\frac{\text{توزيعات السنة الأولى}}{(1 + \text{معدل العائد المطلوب})^1} + \frac{\text{توزيعات السنة الثانية}}{(1 + \text{معدل العائد المطلوب})^2} + \dots + \frac{\text{توزيعات السنة ن}}{(1 + \text{معدل العائد المطلوب})^n}$$

ويقصد بالتوزيعات هنا هو نصيب السهم من التوزيعات ويمكن وضع القانون في الصورة التالية :

سعر الورقة =

$$\frac{ت_1}{(1 + م ع)^1} + \frac{ت_2}{(1 + م ع)^2} + \dots + \frac{ت_n}{(1 + م ع)^n}$$

حيث ت₁ ، ت₂ ، ت_ن = تمثل التوزيعات.

م ع م - ترمز إلى معدل العائد المطلوب.

ويتوقف حساب سعر السهم على عائد السنوات التي يمكن التنبؤ بالتوزيعات الخاصة بها علماً بأن ن ترمز إلى عدد غير معلوم من السنوات.

ولكن في واقع الأمر من الصعب استخدام عدد غير محدود من السنوات حيث من المستحيل أن يحتفظ أحد الأشخاص بالسهم لعدد غير معلوم. ولكن يكون القانون المستخدم أكثر واقعية فإنه يستخدم سعر السهم المتوقع بعد عدد معين من السنوات بمعنى لو على سبيل المثال أن أحد المستثمرين سوف يحتفظ بالسهم لمدة ٣ سنوات ثم سوف يقوم ببيع السهم بعد ذلك. وبالتالي فإن التفضقات النقدية التي سوف يحصل عليها المستثمر تتمثل في توزيعات الثلاث سنوات ثم يقوم ببيع السهم فيحصل على سعر بيع السهم علماً بأن المستثمر سوف يقوم ببيع السهم بعد توزيعات السنة الثالثة مباشرة وبناء على ذلك فإن سعر السهم يساوي :

$$\text{سعر الورقة} = \frac{\text{ت ١}}{\text{م ع م} + ١} + \frac{\text{ت ٢}}{\text{م ع م} + ١} + \frac{\text{ت ٣}}{\text{م ع م} + ١} + \frac{\text{سعر السهم في نهاية السنة الثالثة}}{\text{م ع م} + ١}$$

ولتوضيح هذه الفكرة فإننا نضرب المثال التالي :

مثال :

نفترض أنه تم التنبؤ بالتوزيعات المحتملة لأحد الأسهم لمدة ٣ سنوات وأن سعر السهم في نهاية السنة الثالثة أيضاً فما هو سعر السهم اليوم إذا كان البيانات على النحو التالي :

التوزيعات ٢ جنيه السنة الأولى ، ٢,٥ السنة الثانية ، ١,٥ السنة الثالثة ،

ومن المتوقع أن يصل سعر السهم في السنة الثالثة إلى ٣٨ جنيه وكان معدل العائد المطلوب ١٨٪ فما هو سعر الورقة المالية الآن :

الحل

$$\begin{aligned} & \text{سعر الورقة المالية} = \\ & \frac{38}{(\%18+1)} + \frac{1,5}{(\%18+1)} + \frac{2,5}{(\%18+1)} + \frac{2}{(\%18+1)} = \\ & 27,5445 = 23,142 + 0,9135 + 1,795 + 1,694 = \end{aligned}$$

ويمكن التعويض عن عملية القسمة عن طريق استخدام جداول القيمة الحالية وتصبح ناتج المعادلة هي :

$$\begin{aligned} & \text{سعر الورقة المالية} = 0,609 \times 38 + 0,609 \times 1,5 + 0,718 \times 2,5 + 0,847 \times 2 = \\ & 27,5445 = 23,142 + 0,9135 + 1,795 + 1,694 = \end{aligned}$$

ملحوظة :

في حالة إيجاد معاملات القيمة الحالية من الجدول تتم عملية الضرب بدلاً من القسمة.

ولكن السؤال الذى يطرح نفسه هنا هو التنبؤ بتوزيعات السهم وكذلك بسعر السهم بعد عدد معين من السنوات. ولكن قبل الإجابة على هذا السؤال فإن ستعرض سعر السهم فى ظل توزيعات ثابتة.

والمقصود بالتوزيعات الثابتة وأن التوزيعات السنوية لا تتغير من سنة لأخرى وفى هذه الحالة فإن سعر السهم يساوى.

$$\text{سعر الورقة المالية} = \frac{\text{التوزيع السنوي}}{\text{معدل العائد المطلوب}}$$

وأن كان حالة ثبات التوزيعات حالة افتراضية إلى حد كبير حيث أنها تؤدي إلى ثبات قيمة السهم. ولكن الأمر الطبيعي والمنطقي أن يحدث اختلاف في التوزيعات فإذا كانت الاختلافات ترتفع وتنخفض فإننا نعود إلى القانون الأساسي كما جاء في المثال السابق ولكن إذا كان الاختلاف ناتج من عملية زيادة التوزيعات السنوى بنسبة ثابتة فإنه في هذه الحالة يوجد معدل نمو أو معدل زيادة ويصبح القانون الأساسي لحساب سعر الورقة المالية هو :

$$\text{سعر الورقة المالية} = \frac{\text{التوزيع السنوي} (1 + \text{معدل النمو})}{\text{معدل العائد المطلوب} - \text{معدل النمو}}$$

ولتوضيح ذلك نضرب المثال التالي :

مسال :

إذا كانت إحدى الشركات توزع هذا العام ٢ جنيه للسهم ومن المتوقع أن تزداد التوزيعات بنسبة ٥٪ السنة القادمة ومعدل العائد المطلوب ١٧٪ فما هو سعر الورقة المالية.

الحل

$$\text{سعر الورقة المالية} = \frac{2,15}{0,15} = \frac{2(1 + 0,05)}{0,05 - 0,17} = 14 \text{ جنيه}$$

وبالتالى يمكن الآن الوصول إلى تحديد سعر السهم لأى سنة من السنوات من خلال القانون التالى :

$$\text{سعر الورقة المالية} = \frac{\text{توزيعات السنة}}{\text{معدل العائد المطلوب} - \text{معدل النمو الخاص بالسنة}}$$

ولتوضيح ذلك المطلوب حساب سعر السهم بعد ٤ سنوات إذا كانت التوزيعات في السنة الرابعة من المتوقع أن تكون ٣ جنيهات وكان معدل العائد المطلوب ١٢٪ ومعدل النمو ٢٪ بذلك يكون سعر السهم.

$$\text{سعر الورقة المالية} = \frac{3}{\%2 - \%12} = 30 \text{ جنيه}$$

وفي حقيقة الأمر عند استخدام طريقة القيمة الحالية فإننا نواجه مشكلة تحديد ربحية السهم وكذلك حجم التوزيعات المتوقعة من الأرباح المحققة للشركة وأن كان الكثير من الشركات قد يتبع سياسة ثابتة في حالات التوزيع بمعنى قد تقوم الشركة بوضع نسبة ثابتة من الأرباح المحققة للتوزيع وبصرف النظر عن حجم الأرباح فعلى سبيل المثال إذا حددت إحدى الشركات نسبة ٣٠٪ للتوزيع فإن الشركة قد توزع ٣ جنيهات إذا كانت الأرباح ١٠ جنيهات وأيضاً ستوزع ٣٠ جنيهه وإذا كانت الأرباح ١٠٠ جنيهه. وأن كان من الممكن التعرف على سياسة التوزيع من خلال الشركة أو من خلال دراسة الوضع المالي السابق للشركة ولكن يتبقى السؤال كيف يمكن أن تتنبأ بربحية السهم وكيف يمكن معرفة معدل النمو للسهم؟

بالنسبة لمعدل النمو الخاص بالسهم فإنه من الممكن تحديده من خلال :

معدل النمو = معدل العائد على حق الملكية (١ - نسبة التوزيع)

وبناء على ذلك فإن معدل العائد على حق الملكية يمكن الحصول عليه من البيانات التاريخية والتي يمكن التعرف عليه من ميزانيات الشركة المنشورة ومعدل العائد على حق الملكية هو عبارة عن ناتج قسمة صافي الأرباح بعد الضرائب على إجمالي حقوق الملكية. أما الشق الثاني وهو عبارة عن نسبة التوزيع وتحسب نسبة التوزيع من خلال قسمة التوزيعات التي تمت على الأرباح المحققة ومن ثم فإن معدل

النمو يقاس عن طريق :

$$\text{معدل النمو} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{حق الملكية}} \times (1 - \frac{\text{التوزيعات}}{\text{صافي الربح}})$$

ومن الطرق الأخرى التي قد تستخدم لحساب معدل النمو هي حساب معدل الزيادة بين فترتين زمنيتين بمعنى قسمة ربحية السهم في السنة الحالية على ربحية السهم في سنة سابقة مطروحاً منها واحد صحيح.

ومن الطرق الأخرى التي قد تستخدم لحساب معدل النمو هي حساب معدل الزيادة بين فترتين زمنيتين بمعنى قسمة ربحية السهم في السنة الحالية على ربحية السهم في سنة سابقة مطروحاً منها واحد صحيح.

$$\text{معدل النمو} = \frac{\text{ربحية السهم في السنة ٢}}{\text{ربحية السهم في السنة ١}} - 1$$

ومن خلال أى طريقة من الطرق السابقة يتم حساب معدل النمو ويتبقى هو كيف يمكن حساب ربحية السهم المستقبلية.

ربحية السهم :

لتقدير الربحية المستقبلية للسهم فإن الأمر يتطلب استخدام بعض نماذج إحصائية وذلك لتقدير أو التنبؤ بربحية السهم. وذلك فإن الأمر يتطلب هنا البداية أن نقوم بحساب الربحية الحالية كأساس للتنبؤ بالربحية المستقبلية. ثم بناء على الربحية الحالية يتم تحليل الاتجاه العام أو إعداد سلسلة زمنية للتنبؤ بربحية السهم المستقبلية ولقياس الربحية الحالية فهناك ثلاث نماذج تعتبر الأكثر شيوعاً أو استخداماً وهم :

ربحية السهم = القيمة الدفترية للسهم × معدل العائد على حق الملكية

أو

ربحية السهم = نصيب السهم من المبيعات × هامش صافى الربح

$$\text{نصيب السهم من المبيعات} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{عدد الأسهم}} \times \text{نسبة صافى الربح}$$

أو

ربحية السهم = معدل العائد على حق الملكية × نسبة الإحتجاز

ولتوضيح كيف يتم استخدام هذه النماذج فإننا نضرب المثال التالى. لو

توافرت بعض البيانات عن أحد الأسهم بخصوص ربحية السهم :

السنة	٩٢	٩٣	٩٤	٩٥	٩٦
القيمة الدفترية للسهم	١٨	١٧,٥	١٩	٢١	٢٥
العائد على حق الملكية	%١٥	%١٨	%٢٠	%١٣	%١٧

الطريقة الأولى : وهى حساب ربحية السهم من خلال حاصل ضرب القيمة

الدفترية × معدل العائد على حق الملكية.

وبالتطبيق على هذه الطريقة نجد :

السنة	٩٢	٩٣	٩٤	٩٥	٩٦
ربحية السهم	٢,٧	٣,١٥	٣,٨	٢,٧٣	٤,٢٥

ومن خلال ذلك يمكن حساب متوسط السهم عن الخمس سنوات والذى

يبلغ ٣,٣٢٦.

وبإضافة بعض البيانات الأخرى مثل المبيعات وهامش صافى الربح. فلو

كانت مبيعات إحدى الشركات ١٠٠ مليون جنيه وأن عدد الأسهم ٢ مليون فإن

نصيب السهم من المبيعات يبلغ ٥٥ جنيه فإذا كان هامش الربح ٢٠٪ فإن ربحية السهم تبلغ $٥٠ \times ٢٠ = ١٠$ جنيه.

وبالتالى فإنه إذا تم حساب هذا الجزء عن سنوات ماضية (بيانات تاريخية) فبالطبع سوف يمكن التنبؤ بمتوسط ربحية السهم لهذه الشركة.

أما الطريقة الثالثة : التنبؤ بربحية السهم تعتمد على معدل العائد على حق الملكية ونسبة الإحتجاز.

فلو كانت بيانات المثال السابق وبصفة خاصة الجزء المرتبط بمعدل العائد على حق الملكية على النحو التالى :

السنة	٩٢	٩٣	٩٤	٩٥	٩٦
معدل العائد على حق الملكية	٪١٥	٪١٨	٪٢٠	٪١٣	٪١٧
نسبة الإحتجاز	٪٣٠	٪٣٠	٪٣٠	٪٣٠	٪٣٠
ربحية السهم	٪٤,٥	٪٥,٤	٪٦	٪٣,٩	٪٥,١

ومن ثم فإن متوسط ربحية السهم عن الفترة الماضية تبلغ ٤,٩٨٪.

والافتراض الأساسى عند التنبؤ بربحية السهم يعتمد فى المقام الأول على أن المستقبل ما هو إلا امتداد للماضى وبذلك فإن ربحية السهم سوف تمتد فى المستقبل لتبلغ ٤,٩٨٪ وبالطبع من الضرورى الأخذ فى الإعتبار معدلات النمو بمعنى عند حساب معدل النمو السنوى للشركة أخذين فى الإعتبار ربحية السهم فيمكن التنبؤ بربحية السهم المستقبلية.

فعلى سبيل المثال لو كانت البيانات الخاصة بإحدى الشركات على النحو

التالى :

السنة	٩٢	٩٣	٩٤	٩٥	٩٦	متوسط
ربحية السهم	٤	٦	٥,٥	٧	٧,٥	٦٪
معدل النمو	-	٥٪	٨٪	١٠٪	١٢٪	٨,٧٥٪

بمعنى أن متوسط ربحية مستقبلية يبلغ ٦٪ ومعدل نمو الربحية أو معدلات زيادة تبلغ ٨,٧٥٪.

٢- طريقة المضاعف السعري :

فى الجزء السابق استعرضنا طريقة صافى القيمة الحالية كأساس لتقدير سعر السهم فى السوق ونستعرض الآن الطريقة الثانية وهى طريقة المضاعف السعري ويقصد بالمضاعف السعري هو أن يتم مقارنة سعر التعامل على السهم مع ربحية السهم ومن خلال هذا المضاعف يمكن تقدير سعر السهم. وفى واقع الأمر عند استخدام المضاعف فإننا غالباً ما نستخدم متوسط للمضاعف السعري. فعلى سبيل المثال إذا ما استخدمنا الإيرادات كمضاعف لحساب السعر. فإننا نقوم بحساب نسبة السعر إلى الإيرادات.

هذا الناتج يعبر عن أداء الشركة بمعنى إذا ما تم حساب متوسط عن المضاعف السعري فإن هذا المتوسط قد يستخدم بعد ذلك فى تقدير وحساب أى سعر أو أى قيمة للسهم على أساس أن هذا المتوسط للمضاعف السعري يعبر تماماً عن القيمة.

ولاستخدام المضاعف كأساس لتقدير أو حساب سعر السهم فقد لا يتطلب الأمر مجرد تثبيت مضاعف واحد بمعنى على سبيل المثال حساب أكثر من مضاعف مثل مضاعف اقيمة الدفترية مضاعف المبيعات وهكذا. بمعنى آخر يجب حساب أكثر من مضاعف حتى يمكن الوصول لأقل تقدير أو أفضل تسعير للسهم. علماً بأن المضاعف الذى يتناسب مع أحد الشركات أو أحد الصناعات ليس بالضرورة أن

يناسب صناعة أخرى وبالتالي يجب إيجاد مضاعف آخر على سبيل المثال بخلاف نسبة السعر للإيرادات.

وبصفة عامة لإتباع قاعدة المضاعف هناك مجموعة من العوامل والإجراءات الواجب إتباعها :

- يجب تحليل اتجاه أداء الشركة التى سوف نقوم بحساب سعر السهم الخاص بها من خلال القوائم المالية.
- يجب حساب متوسط السعر للأداء الخاص بالشركة من خلال قسمة السعر الواضح على الأداء المرغوب قياسه.
- يجب تحويل اتجاه الأداء إلى قيمة عن طريق ضرب كل اتجاه أداء مقاس فى المضاعف التى تم حسابه.
- خطوات تطبيق المضاعف :

حتى يمكن تطبيق استخدام المضاعف فإنه من الضروري إتباع للخطوات التالية :

- ١- يجب إختيار منشأة كأساس للمقارنة ، عند تسعير سهم إحدى الشركات قد يرغب المستثمر مقارنة سعر السهم مع سهم شركة مماثلة أخرى. وللقيام بهذه المقارنة فإن الأمر يتطلب أن يكون المتوسط للمضاعف المستخدم يعبر عن الصناعة التى تمثلها الشركة. ولكن المشكلة تظهر فى حالة وجود منشآت فردية فإن هذه الشركات قد تؤثر على قيمة المضاعف وذلك فى حالة إذا كان عدد المنشآت فى الصناعة قليل. أما المشكلة الثانية والتى تظهر وهى فى حالة استخدام شركات شبيهة فقط وقريبة من الشركة محل المقارنة فإن المضاعف المحسوب يكون محدود الاستخدام واستناداً لذلك يجب حل الخلاف بين

المشكلتين عند اختيار المضاعف المناسب. ولذلك فمن المناسب هو زيادة حجم العينة التي يتم استخدامها لحساب المضاعف حيث أن زيادة حجم العينة يساعد حل المشكلات الخاصة بالمضاعف.

٢- يجب اختيار قاعدة للمضاعف. لتحويل سعر السهم في السوق لسعر مقياس وواقعي ، ومن ثم يجب وضع مقياس أو أساس للمقارنة وقد يتم استخدام أسس مختلفة للمقارنة ومن هذه الأسس التي تستخدم للمقارنة حجم الشركة أو المبيعات وهما أكثر المقاييس أو الأسس انتشاراً. بالإضافة إلى الربح الإجمالي والإيرادات قد يكونا أيضاً أسس المقارنة. وبصفة عامة استخدام مضاعف لكل صناعة على حدة يكون أكثر ملاءمة من وضع مضاعف عام. على سبيل المثال مضاعف خاص بصناعة المواد الغذائية قد تختلف عن صناعة الحديد والصلب. وبصفة عامة كلما زادت الفروق أو الانحرافات في قائمة الدخل كلما زادت الفروق المحاسبية المستخدمة في التقييم. ولكن هناك بعض النقاط التي تكون ذات درجة اختلاف كبيرة. فعلى سبيل المثال الانحرافات في قياس المبيعات لا يخضع للمعايير المحاسبية مثل الإهلاك على سبيل المثال حيث أن الإهلاك يؤثر بدرجة كبيرة على نصيب السهم من الإيرادات. ولذلك يجب الحذر عن اختيار الأسس المناسبة لإعداد المضاعف.

٣- متوسط يعبر عن الصناعة : عندما يتم استخدام عينة من الشركات فإن العينة تعبر عن الصناعة ومن ثم فإنها تعبر عن متوسط الأسعار التي يرغب المستثمر في أن يدفعها لأسهم في هذه الصناعة أو الشركة مقارنة بالأسعار الأخرى فعلى سبيل المثال بعد قسمة سعر سهم كل شركة على الإيرادات لكل سهم نحصل على نسبة السعر / الإيرادات. وعند حساب متوسط عام لكل الشركات المقارنة للتنبؤ بمقدار مضاعف السعر للإيرادات والذي يراه المستثمر عادل لهذه الصناعة.

بمعنى يتم إعداد معدل السعر / الإيرادات لكل الشركات التى تدخل ضمن العينة المختار من الصناعة (علماً بأنه من المفضل أخذ جميع الشركات فى القطاع) ثم يتم إعداد المتوسط لمعدل السعر / الإيرادات لكل الشركات فى العينة. وبناء على هذه العينة يمكن إعداد المضاعف العادل الممثل للصناعة.

مع الأخذ فى الاعتبار أن كلمة سعر عادل هى عملية نسبية حيث قد تختلف المبيعات أو إيرادات السهم. علماً بأن المستثمر عندما يعبر عن مضاعف السعر فإنه يرغب فى تدفقات نقدية سواء فى صورة توزيعات أو فى صورة أرباح رأسمالية. ولذلك فإن متوسط عام للصناعة يكون فى أغلب الحالات أكثر اضى.

٤- تحديد الاتجاه العام لقيمة السهم. من العناصر الهامة والواجب استخدامها عند

تحديد الاتجاه العام لسعر السهم هو استخدام اتجاه الأداء ليعبر عن القيمة. ولذلك فمن الضرورى تطبيق نفس المقياس للحجم النسبى المستخدم لحساب أسعار أسهم الشركات الماثلة على سبيل المثال.

أ - عند التقييم باستخدام معدل السعر / الإيرادات من الضرورى تحديد اتجاه الإيرادات الخاصة بالشركة محل القياس.

ب - لاستخدام مضاعفة لمجموعة أو سلسلة من الشركات يجب تحديد عدد الشركات التى تشملها السلسلة.

ج - عند استخدام متوسط عن القيمة باستخدام القيمة الدفترية بمعنى معدل القيمة السوقية / القيمة الدفترية يجب أن نحدد الاتجاه العام للقيمة الدفترية إلى الملكية.

والطريقة البسيطة لتطبيق استخدام الاتجاه العام لقيمة السهم هو حساب القيمة لسنة قادمة واستخدام متوسط المضاعف. فعلى سبيل المثال إذا تم حساب مضاعف السعر / الإيرادات لأحدى الأسهم الذى يعادل ١٢ مرة ومن خلال

النتبؤ بإيرادات السهم عن العام القادم وكانت تعادل ٢ جنيه فإن سعر السهم المتوقع العام القادم هو ٢٤ جنيه.

٥- قيمة السهم. تعتبر قيمة السهم هى الخطوة التالية عن طريق جمع متوسط المضاعف السعري الذى تم قياسه للشركات محل المقارنة مع مراعاة التنبؤ بالاتجاه العام وذلك لإعداد قيمة السهم. علماً بأن الأنواع المختلفة من المضاعفات السعرية والتي قد تستخدم لا تعتبر واحدة ولكنها مختلفة.

بمعنى استخدام مضاعف السعر / الإيرادات قد يختلف عن استخدام مضاعف السعر / المبيعات أو حتى القيمة السوقية / القيمة الدفترية. ونتيجة هذا الاختلاف فإنه من الضروري تعديل هذه المضاعفات مع اختيار المضاعف أو الطريقة الأفضل للتقييم وأن كان فى بعض الأحوال قد يكون من الأفضل عمل خليط من الأسعار المختلفة وفى النهاية وحساب متوسط لهذا الخليط.

وفى الجزء السابق وعند الحديث عن اختيار المضاعف ذكرنا أن من قواعد المضاعف هو اختيار شركة مماثلة أو إيجاد متوسط وأن الشركة المماثلة هى أساس للمقارنة ونحن بصدد تحديد ما هى مواصفات الشركة المماثلة والتي تكون كأساس للمقارنة.

اختيار الشركة المماثلة :

البداية الحقيقية لعملية اختيار مضاعف هو عبارة عن إيجاد شركة مماثلة تكون أساس للمقارنة والتي تعكس بصورة واضحة شكل الشركة محل التقييم أو بمعنى آخر سعر السهم محل التقييم. ولكن ما هى القواعد والمعايير التى تحدد شكل الشركة المماثلة؟

القاعدة الأولى عند اختيار الشركات المماثلة هو استبعاد الشركات غير

العادية. ويقصد بالشركات العادية هنا الشركات الكبيرة أو الضخمة والتي يكون لديها خليط أو تنوع في الأعمال. ويرجع السبب في استبعاد مثل هذه الشركات إلى أن الأداء التاريخي لهذه الشركات سواء من حيث المبيعات أو إيرادات السهم لا تعتبر مؤشر سليم لاتجاهات المستقبل. والسبب الثاني هو أن هذا النوع من الشركات قد تحدث مجموعة من التغيرات في النشاط مستقبلياً. ولذلك فإنه من الصعب مقارنة النشاط الحالي لهذا النوع من الشركات مع شركة تعمل فقط في نشاط واحد.

وهناك مجموعة من المعايير الأساسية والتي تستخدم عند مقارنة الشركات

هي:

تصنيف الصناعة :

عند تصنيف الصناعة يجب أخذ الشركات التي تنتج أو تاجر في المنتج نفسه أو الخدمة نفسها. وبالرغم من أنه قد يكون من الصعب الحصول على ذلك إلا أن هناك إمكانية. ويرجع السبب في ذلك أن العديد من الشركات تعمل في أكثر من مجال.

التطور التكنولوجي :

عندما تتوافر طرق مختلفة لإنتاج نفس المنتج أو تقديم نفس الخدمة فمن الضروري أن نجمع الشركات التي تستخدم تقريباً نفس التكنولوجيا.

العملاء :

قد يختلف عملاء إحدى الشركات عن عملاء شركة أخرى نتيجة اختلاف الجودة أو التي يطلبها العملاء ولذلك من الضروري أن تتم عملية خلط العملاء عند مقارنة الشركات.

الحكم :

أيضاً عند استخدام المضاعف يجب مراعاة حجم الشركة التي تكون موضوع المقارنة حيث قد يستخدم مضاعف الشركة ذات الحجم المشابه أو المماثل.

الرافعة المالية :

في أوقات كثيرة قد يكون التقييم يتضمن فقط سعر السوق لحقوق الملكية عند حساب المضاعف. وطالما أن عمليات الإقراض (الرافعة المالية) تؤثر على درجة المخاطرة الخاصة بالمالك وبالتالي العلاقة بين سعر السوق والأداء. وفي ظل ثبات جميع العوامل فإن المنشأة ذات رافعة مالية مرتفعة يكون مضاعف السعر / الإيرادات منخفض وذلك نتيجة زيادة المخاطر الخاصة بحقوق الملكية.

وبالرغم من ذلك والشروط المختلفة التي ذكرت إلا أن إيجاد شركة مماثلة لشركة أخرى أو معنى آخر وجود شركتين متطابقتين أمر صعب ولكن الحل الوسط بين ذلك هو وجود تشابه وليس تطابق.

تقييم الشركة مقابل تقييم حقوق الملكية :

السؤال الذي يطرح نفسه هنا هل هناك علاقة بين قيمة الشركة وبين قيمة حقوق الملكية ؟ الإجابة على هذا السؤال تتم من خلال المعايير المستخدمة في التقييم. فعند حساب قيمة السهم باستخدام المضاعف فإن استخدام شركة مماثلة كأساس للتقييم فقد تختلف الرافعة المالية للشركة محل التقييم مقارنة بالشركة المماثلة. حيث يختلف الرافعة المالية من شركة لأخرى يؤدي إلى اختلاف في التقييم ، ولذلك عند التقييم فإنه المفترض أن تتمتع كلا الشركتين بنفس الرافعة المالية وإن كان من الصعوبة أن نجد شركتين ذات نفس الرافعة المالية. ولذلك من المقترح لحل هذه المشكلة هو أن يتم تقييم الشركة ككل. هذا وبعد حساب قيمة الشركة ككل يمكن حساب قيمة حقوق

الملكية، وذلك حسب حجم القروض أو الرافعة المالية لكل شركة.

ولتقييم الشركة ككل فهناك بعض الخطوات الواجب إتباعها وهو نفس الأسلوب المتبع في تقييم حقوق الملكية فقط وإن كان هناك بعض الاختلافات البسيطة بين الطريقتين بالنسبة للأساس الذى يعتمد عليه في التقييم. فعلى سبيل المثال بدلاً من استخدام معدل السعر / الإيرادات للسهم فإننا نستخدم معدل قيمة الشركة / دخل العمليات أو مضاعف دخل العمليات. ويتم حساب مضاعف دخل العمليات عن طريق :

معدل قيمة الشركة / دخل العمليات =

$$\frac{\text{قيمة الملكية} + \text{قيمة القروض} + \text{قيمة الأوراق المالية طويلة الأجل بخلاف الأسهم}}{\text{معدل قيمة الشركة / دخل العمليات}}$$

وتستخدم هنا القيمة السوقية لكل الأوراق المالية بخلاف الأسهم (السندات أو أوراق مالية قابلة للتحويل). وتحسب القيمة السوقية لهذه الأوراق من خلال الدخل المتاح من هذه الأوراق المالية قبل الضرائب إلى الأموال الكلية المستثمرة في هذه الأوراق المالية قبل الضرائب إلى الأموال الكلية المستثمرة في هذه الأوراق عند التنبؤ بمضاعف القيمة الكلية يكون من السهل حساب القيمة السوقية للملكية إذا كان هناك تداول على هذه الشركة. ويكون في معظم الأحوال حساب القيمة السوقية للأوراق المالية الأخرى مثل السندات ، الأسهم الممتازة والأوراق المالية القابلة للتحويل وبصفة خاصة إذا لم يكن عليها تداول في السوق. وفي حالة إذا ما كانت الأوراق المالية الأخرى ذات دخل ثابت فإننا نستخدم مضاعف أو معدل الدخل للقيمة الدفترية. حيث في أغلب الأحوال تكون قيم هذه الأوراق الدفترية قريبة من القيمة السوقية.

ويتميز إتباع أسلوب قياس قيمة الشركة ككل بعدم التأثير بطريقة التمويل التي تتبعها الشركة حيث أن مضاعف القيمة هنا لا يعتمد على الجوانب التمويلية. ولذلك عند استخدام هذا الأسلوب يكون من غير المطلوب أن نهتم بالرافعة المالية أو أن نتحار شركة لديها نفس الرافعة المالية بالإضافة إلى ذلك فإن أسلوب استخدام مضاعف للشركة ككل يحتاج إلى طرح قيمة القروض وقيمة الأوراق المالية الأخرى مثل الأسهم الممتازة والسندات من قيمة الشركة ككل ، ثم بعد ذلك يتم قسمة قيمة الملكية على عدد الأسهم العادية ، وذلك للحصول على القيمة السوقية للسهم.

مضاعف الإيرادات :

يعتبر مضاعف الإيرادات هو أكثر المضاعفات استخداماً وشيوعاً علماً بأننا سوف نستعرض بعض المضاعفات الأخرى التي يمكن استخدامها أيضاً في الجزء التالي ومضاعف الإيرادات سواء كان متوسط للصناعة ككل أو حتى مضاعف لشركة مقارنة فإن هذا المضاعف يواجه بعض المشكلات.

• المشكلة الأولى :

في المضاعف هو الإيرادات هل نستخدم إيراد العام الحالي أم إيرادات العام الماضي حيث إيرادات العام الحالي ما هي إلا متوقعة ولم تحدث فعلاً في حين أن إيرادات العام الماضي قد حدثت بالفعل ، ولذلك فقد يتوافر لدينا الآن مضاعفين للإيرادات الأول هو :

$$\text{متوسط} = \frac{\text{سعر السهم في العام الماضي}}{\text{إيرادات السهم في العام الماضي}}$$

أما المضاعف الثاني فهو :

$$\text{متوسط} = \frac{\text{سعر السهم في العام الحالي}}{\text{إيرادات العام الحالي المتوقعة}}$$

وعند ذكر مضاعف السعر أو معدل السعر / الإيرادات فإننا دائماً نعنى المضاعف الأول عن العام الماضى رغم أن المضاعف المستقبلى هو أكثر فاعلية عند عمليات التقييم. وبالرغم من ذلك فإننا حتى يمكن أن نحسب المضاعف المستقبلى فإننا نحتاج أن نتنبأ بالإيرادات المستقبلية. وعملية التنبؤ بالإيرادات المستقبلية قد يحتاج حساب الاتجاه العام لصناعة ككل أو للشركات المماثلة. ولذلك فإن استخدام المضاعف المستقبلى فإننا نعتمد على اتجاه الإيرادات للعام القادم وبافتراض أن اتجاه الإيرادات فى خط ثابت فإننا يمكن حساب المضاعف المستقبلى باستخدام المضاعف الخاص بالعام السابق عن طريق :

متوسط سعر السهم (القيمة المتوقعة للسهم) -

$$\text{متوسط سعر السهم عن العام السابق} \times \frac{\text{الإيرادات المتوقعة للعام الحالى}}{\text{متوسط الإيرادات فى العام السابق}}$$

ويعتبر الناتج لهذا مؤشر جيد للتنبؤ بسعر السهم المتوقع عن العام الحالى.

ولتطبيق ذلك فإننا بالاستناد على بيانات إحدى الشركات عن عام ١٩٩٧ وكان متوسط سعر السهم عن هذا العام تبلغ ١٠٠ جنيه وأن متوسط إيرادات السهم تبلغ ١٠ جنيه فإن قيمة المضاعف عن عام ١٩٩٧ تبلغ.

$$= \frac{100}{10} = 10 \text{ مرات}$$

فإذا كانت الإيرادات المتوقعة للسهم عن عام ١٩٩٨ - ١٢ جنيه فإن قيمة السهم المتوقعة عن عام ٩٨ تبلغ :

$$= \frac{100}{10} \times 12 = 120 \text{ جنيه}$$

• المشكلة الثانية :

التي تواجه تطبيق أسلوب المضاعف في حساب قيمة السهم تقع عندما لا تحقق الشركة أى أرباح (صفر أرباح) أو قد تحقق خسائر. أيضاً إذا كان من المتوقع أيضاً عدم تحقيق أى أرباح أيضاً في المستقبل وحتى باستخدام الشركات المماثلة أو حساب متوسط للصناعة ككل لحساب المضاعف فإن عملية التقييم سوف تواجه مشكلة ألا وهي أن متوسط المضاعف سوف يتأثر بقيم الخسائر التي تحققها الشركات أيضاً أن قيمة الشركة ذاتها قد يكون غير حقيقى (مع العلم إذا أخذت التدفقات النقدية في الاعتبار وبصفة خاصة الإهلاك فإن الشركات قد لا تحقق إيرادات سالبة).

ولتوضيح هذه المشكلة نفرض أن أحد الصناعات تتكون من ١٠ شركات أن قيمة الأرباح التي تحققها كانت ١٠٠ ألف جنيه لعدد ٨ شركات في المتوسط في حين أن هناك شركتين تحققان خسائر متوسط ٢٥ ألف جنيه لكل شركة. ونحن بصدد حساب متوسط الإيرادات نجد أن ٢٠٪ من الشركات تحقق خسائر في حين ٨٠٪ تحقق أرباح.

$$\text{ولحساب المتوسط} = ٢٠\% \times ٢٥ \text{ ألف} + ٨٠\% \times ١٠٠ \text{ ألف}$$

$$\text{متوسط الإيرادات} = ٧٥ \text{ ألف جنيه.}$$

وبافتراض أن قيمة كل شركة في المتوسط تبلغ ٩٠٠ ألف جنيه نجد أن المضاعف يكون :

$$= \frac{٩٠٠ \text{ ألف}}{٧٥ \text{ ألف}} = ١٢ \text{ مرات}$$

ونستطيع أن نصل إلى نفس النتيجة من خلال :

$$\frac{\text{متوسط قيمة الشركات}}{\text{متوسط السعر / الإيرادات - متوسط قيمة الإيرادات - متوسط قيمة الخسائر}} = \text{متوسط السعر / الإيرادات -}$$

$$\frac{\text{قيمة الشركة} \times \text{عدد الشركات}}{\text{أرباح الشركة} \times \text{عدد الشركات الربحية - خسائر الشركة} \times \text{عدد الشركات الخاسرة}} = \frac{10 \times 900000}{2 \times 26000 - 8 \times 100000} = \frac{900000}{75000} = 12 \text{ مرة}$$

اختيار مضاعف السعر المناسب (معدل السعر / الإيرادات المناسب) :

وبصرف النظر عن ما أثير حول مضاعف السعر أو معدل السعر / الإيرادات فإننا بصدد كيفية حساب المضاعف المناسب. ويعتبر هناك تقارب بين طريقة صافي القيمة الحالية التي استعرضناها من قبل وبين معدل السعر / الإيرادات المناسب بهذه العلاقة أو التشابه تساعد في تقدير وحساب مضاعف السعر المناسب. علماً بأن الصناعات التي تتميز بمعدلات نمو مرتفعة يكون لديها مضاعف سعرى مرتفع ويكون مضاعف أعلى من الصناعات أو الشركات المستقرة أو الثابتة. وبناء على ذلك يمكن استخدام البيانات الأساسية لنموذج القيمة الحالية في تقدير المضاعف.

$$\frac{\text{سعر السهم}}{\text{إيرادات السهم}} = \text{متوسط السعر / الإيرادات -}$$

$$\frac{\text{معدل توزيع الأرباح (1 + معدل النمو)}}{\text{معدل العائد المطلوب - معدل النمو}}$$

هذه المعادلة نجد أن معدل السعر / الإيرادات المناسب يتوقف على العناصر

التالية :

- سعر الخصم المناسب أو معدل العائد المطلوب على حق الملكية هذا يأخذ في الاعتبار المخاطر المرتبطة بالشركات أو الصناعة.

- معدل النمو المرتبط بالإيرادات.
- معدل توزيع الأرباح الخاصة بالصناعة أو الشركة.

ولتوضيح ذلك نضرب المثال التالي نفرض أن معدل النمو لإحدى الشركات يبلغ ٤٪ سنوياً ومعدل العائد المطلوب ٨٪. ومن المتوقع أن تقوم الشركة بتوزيع ٥٠٪ من الأرباح المحققة وبناء على ذلك يكون معدل السعر / الإيرادات لهذه الشركة يبلغ :

$$\text{متوسط السعر / الإيرادات} = \frac{\text{معدل التوزيع (١ + معدل النمو)}}{\text{معدل العائد المطلوب - معدل النمو}}$$

$$= \frac{٥٠\% (١ + ٤\%)}{٨\% - ٤\%} = ١٣ \text{ مرة}$$

وبافتراض ثبات معدل السعر / الإيرادات والمراد حساب معدل السعر / الإيرادات لإحدى الشركات والتي من الممكن أن تكون أسهمها مقيمة أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية. هذا يعني أن استخدام هذا الأسلوب يساعد على تحديد القيمة الحقيقية للأسهم.

فلو أن الشركة (أ) معدل السعر / الإيرادات يبلغ ١١ مرة. هذا بالطبع يعني أن سعر سهم الشركة (أ) أقل من الشركات المماثلة في الصناعة. وأن سعر السهم للشركة (أ) يجب أن يكون أقل من متوسط الشركات الأخرى بمقدار.

$$= \frac{١٣}{١١} - ١ = ١٨,٢\%$$

بمعنى أن سعر الشركة (أ) أعلى من القيمة الحقيقية بهذا القدر. وبنفس الأسلوب نفرض أن الشركة (ب) في نفس الصناعة تستخدم رافعة مالية مرتفعة أعلى من (أ) على سبيل المثال. ورافعة مالية مرتفعة يعني بالطبع ارتفاع درجة الخطر

فى هذه الشركة، هذا بدوره يقود إلى معدل عائد مطلوب مرتفع.

فإذا ما افترضنا أن البيانات الخاصة فى المثال السابق متساوية بمعنى أن معدل النمو ٤ ومعدل التوزيع ٥٠٪ ولكن نتيجة المخاطرة فإن العائد المطلوب سوف يزداد ويصبح ١٢٪ فما هو معدل السعر / الإيرادات للشركة (ب).

$$= \frac{(\%٤ + ١) \times ٥٠}{\%٤ - ١٢} = ٦,٥ \text{ مرات}$$

وهذا يعنى أن مضاعف السعر للشركة (ب) نصف مضاعف السعر للصناعة أو الشركات المماثلة وذلك لإرتفاع درجة المخاطرة للشركة (ب) عن الشركات المماثلة فى الصناعة.

ويجب ملاحظة أن كثير من الأشخاص قد ينظر إلى أن الشركة ذات المضاعف السعري المرتفع أفضل من الشركة ذات المضاعف السعري المنخفض. وهنا يجب ملاحظة أن علاقة الإرتفاع والإنخفاض فى معدل السعر / الإيرادات يرتبط بدرجة المخاطرة أكثر من إرتباطه بالسهم الأفضل. علماً بأن السهم ذات المضاعف المنخفض يتمتع بتقييم أعلى من قيمته والعكس صحيح.

مضاعفات أخرى :

بالإضافة إلى مضاعف السعر أو معدل السعر / الإيرادات فهناك العديد من المضاعفات الأخرى أو النسب الأخرى التى يمكن استخدام بيانات قائمة الدخل كأساس لبناء مثل هذه المؤشرات. ومن البيانات التى من الممكن استخدامها كمؤشرات لقياس الحجم مثلاً المبيعات أو لقياس القيمة وبصفة عامة توقف البيانات التى يتم استخدامها لإعداد مضاعفات على مدى انعكاس ما هو مطلوب قياسه فى هذه البيانات وسوف نستعرض مضاعف السعر / المبيعات وكذلك مضاعف الأصول

الثابتة ويعتبر من أم المضاعفات وذلك بعد معدل السعر / الإيرادات.

١- مضاعف المبيعات أو معدل السعر / المبيعات :

عند القيام بقسمة سعر السهم على نصيب السهم من المبيعات نحصل على مضاعف المبيعات ويعتبر هذا المقياس شائع لمقارنة الشركات في نفس الصناعة فيما بينهم وعندنا تنساي شركتين بالنسبة للمضاعف فهذا دليل على تشابه مجمل الربح وأيضا كفاءة العمليات. ولذلك استخدام هذا المؤشر يشير إلى الأحجام النسبية للشركات. وبالرغم من أن هذا المؤشر لا يعكس بعض بيانات قائمة الدخل إلا أنه مؤشر جيد الاستخدام.

والمشكلة المرتبطة بهذا المؤشر ناشئة من أن المؤشر يهمل التكاليف المرتبطة مع الشركة مثل تكلفة البضاعة المباعة والمصروفات الإدارية والبيعية ولذلك فإن أي تغير في رأس المال العامل لن يظهر في هذا المؤشر. ولذلك فإن المؤشر يعكس الشركات ذات الصفات المشوكة في نفس الصناعة أو أن كل الشركات تتوافر فيها نفس خصائص العمليات بالنسبة للمبيعات مع إهمال التكلفة الثابتة.

ولتعديل هذا المؤشر يجب أن نعدل القيمة بنسب مجمل الربح وفي هذه الحالة يكون المعدل الجديد يعكس معدل السعر / الإيرادات.

$$\frac{\text{السعر}}{\text{الإيرادات}} = \frac{\text{السعر}}{\text{المبيعات} \times \text{مؤشر يعكس مجمل الربح}}$$

فإذا رمزنا إلى المؤشر بالرموز وفإن :

$$\frac{\text{السعر}}{\text{الإيرادات}} = \text{و} \times \frac{\text{السعر}}{\text{الإيرادات}}$$

٢- مضاعف الأصول الثابتة :

من المضاعف التي يمكن أيضاً استخدامها عند القيام بعملية التقييم هو نسبة السعر إلى الأصول الثابتة. ويقصد بالسعر هنا هو القيمة السوقية للسهم مقسوماً على قيمة الأصول الثابتة كما تظهرها الميزانية وقد يعتبر هذا المؤشر أحد المؤشرات لقياس كفاءة استغلال الأصول الثابتة أو قد يسمى في بعض الحالات بمعدل التحميل وهذا المعدل يستخدم بكفاءة في شركات الطيران والفنادق وقد يعتبر هذا المضاعف أحد الوسائل للفصل بين قوة الشركات من حيث حجم الأصول الثابتة ومدى استغلال هذه الأصول.

ثانياً - تقييم السندات :

يطلق على السندات بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت والسبب في هذه التسمية هو أن عائد السندات يتميز بالثبات حيث أن السندات أحد أشكال الاقتراض طويل الأجل. والسند عبارة عن عقد أو اتفاق يقوم بموجبه المقرض بسداد فوائد في تواريخ معينة لحامل السند. ولا يشترط في السندات أن يكون المصدر لها مؤسسات مالية كبيرة وإنما أيضاً قد تكون شركات هي القائمة بإصدار السندات وإن كان قد يتدخل طرف ثالث في بعض الحالات مثل البنوك كضامن لعمليات الإصدار وتنقسم السندات إلى أنواع عديدة.

١- السندات الحكومية :

وهي عبارة عن سندات قد تصدرها الدولة وذلك للحصول على أموال من خلال بيع هذه السندات وعادة ما تكون مدة السندات الحكومية طويلة نسبياً مقارنة بالأنواع الأخرى من السندات وتساعد أموال السندات من تمويل أن إنفاق الدولة

وتتمتع السندات الحكومية بصفة عامة بالضمان العالى حيث أن المصدر هو الدولة كما أنا قد تتمتع بالسيولة نظراً للقدرة على بيع هذه السندات وإن كان قد يعيب هذه السندات هو انخفاض سعر الفائدة الخاص بها.

٢- سندات الشركات :

وهى عبارة عن السندات التى تقوم الشركات بإصدارها وهو يمثل أيضاً اقراض طويل الأجل للشركة وقد يختلف وتنوع أشكال السندات التى تصدرها الشركات إلى أنواع كثيرة ومختلفة نذكر منها :

السندات بضمان :

حيث يقوم المقرض برهن أصول محددة وذلك حتى يتم التعاقد وقد يقوم المقرض بإصدار سندات أخرى بضمان نفس الأصول ، وذلك فى حالة ما إذا كان الأصل فى الإصدار الأول أعلى من قيمة القرض .

فعلى سبيل المثال قامت إحدى الشركات برهن مصنع لديها قيمته ١٠ مليون جنيه مقابل إصدار سندات قيمتها ٤ مليون جنيه . فى هذه الحالة فهناك مبلغ ٦ مليون جنيه متبقى من قيمة الأصول وهنا تستطيع الشركة أن تقوم بإصدار سندات بضمان نفس الأصول ولكن فى حدود ٦ مليون جنيه ، وفى حالات التصفية فإن أصحاب السندات فى حالة الرهن الأول يحصلون على أموالهم أولاً ثم الإصدار الثانى .

وعند إصدار السندات برهن أصول فإن يصدر وثيقة رسمية والتى تبين بوضوح تفاصيل التعاقد وجميع الحقوق التى يحصل عليها حملة السندات .

السندات بدون رهن :

وهى عبارة عن سندات طويلة الأجل ولكن لا تتوافر لها الحماية بمعنى عدم وجود أى رهونات خاصة مقابل هذه السندات. ولذلك فيعتبر حملة هذه السندات من الدائنين العاديين ويحصلون على أموالهم بعد سداد قيمة السندات برهن. وبصورة عامة فإن عملية إصدار السندات بدون رهن تتوقف على قوة المنشأة وطبيعة أصول هذه المنشأة.

السندات التابعة :

وهى فى المرتبة الثانية وبصفة خاصة فى حالة التصفية. وهذه السندات لا تحصل على مقابل بصفة خاصة فى حالات التصفية إلا بعد سداد السندات المتميزة (السندات برهن).

سندات الدخل :

وهى عبارة عن نوع من الاقتراض والتي تحصل على الفوائد الخاصة بها فى حالة تحقيق أرباح فقط.

السندات القابلة للإستدعاء :

وهى عبارة عن السندات التى يستطيع أن يستدعيها المقرض عند رغبته فى ذلك. ويحدث الاستدعاء فى حالة خاصة عند قيام المنشأة باتخاذ أفعال من شأنها أن تؤثر على مصلحة حملة السندات مثل إدماج شركة ضعيفة أو زيادة الاقتراض.

مصطلحات خاصة بالسندات :

• القيمة الاسمية :

وهي عبارة عن القيمة التي سوف تقوم الشركة بسدادها للمستثمر في نهاية المدة (عند الاستحقاق).

• معدل الكوبون :

وهو معدل الفائدة السنوى ، ويحسب على أساس القيمة الاسمية للسندات.

• الاستحقاق :

عبارة عن عمر السند أو طول الفترة التي يستمر خلال السند ، وهي الفترة بين تاريخ الإصدار وتاريخ الاستحقاق.

• القيمة السوقية :

عبارة عن سعر السند في السوق ، وهو سعر التداول.

• العائد على الإستحقاق :

وهو عبار عن معدل العائد المطلوب على السند ، وهو سعر الخصم الذى يساوى بين القيمة السوقية للسند مع القيمة الحالية لمدفوعات الفائدة المستقبلية والقيمة السوقية.

• رد السندات (حق استدعاء السندات) :

تقوم الشركات بصفة عامة برد السندات عند تواريخ الاستحقاق ، وإن كان في بعض الحالات قد تقوم الشركات قبل تاريخ الاستحقاق برد السندات في حالة إذا انخفضت أسعار الفائدة ويصبح من مصلحة الشركة استبدال بأخرى أقل فائدة.

• حساب أسعار السندات :

تختلف السندات عن الأسهم من حيث أولاً ثبات فائدة السندات بالإضافة إلى وجود استحقاق معين لسند. ولذلك عند حساب أسعار السندات في السوق قد يكون الأساس مختلف تماماً عن حالة الأسهم وإن كان المتبع هو أيضاً طريقة القيمة الحالية. ومن العناصر الأخرى مقدار الفائدة أو العائد الخاص بالسند طالماً أن هناك ثبات ومن ثم فإننا نبدأ بحساب أسعار السندات في حالة ما إذا كانت سعر الفائدة والأسعار تتميز بالثبات ، ولتوضيح ذلك.

ما هي المكاسب أو التدفقات التي سوف يحصل عليها حامل السند إذا ما احتفظ بالسند بدءاً من تاريخ شرائه وحتى تاريخ استحقاقه. وعلى افتراض أن مدة السند عشر سنوات. خلال العشر سنوات سوف يحصل حامل السند على فوائد سنوية بمقدار سعر العائد المتفق عليه وفي نهاية العشر سنوات سوف يحصل حامل السند أيضاً على قيمة السند. ومن ثم فإن التدفقات المالية التي يحصل عليها حامل السند مكونة من :

الفائدة السنوية ولمدة ١٠ سنوات + قيمة السند بعد ١٠ سنوات

ومن ثم فإن حساب سعر السند في السوق في أى سنة من السنوات يمكن أن يعتمد على نفس الطريقة بحيث يتم حساب التدفقات المتبقية من السند فعلى افتراض أن مر من عمر السند ثلاث سنوات وأن الفترة هي ٧ سنوات فإن قيمة السند أو سعر السند يعادل :

الفائدة السنوية ولمدة ٧ سنوات + قيمة السند بعد ٧ سنوات

وباستخدام القيمة الحالية فإن قيمة أو سعر السند تصبح على النحو التالي :

القيمة الحالية للفائدة السنوية + القيمة الحالية لقيمة السند بعد انتهاء عمر السند

ولنضع القانون في شكل الرياضي :

$$\text{سعر السند} = \frac{\text{الفائدة السنوية}}{\text{عمر السند}} + \frac{\text{سعر السند (القيمة الاسمية)}}{\text{عند استحقاق السند}}$$

(١ + معدل الفائدة السوقي) عمر السند (١ + معدل الفائدة السوقي)

في هذا الجزء اعتبرنا أن معدل فائدة السند وأن معدل فائدة السوق لم يختلفا وبالطبع إذا حدث الاختلاف بين فائدة السند وفائدة السوق فإن السعر المستخدم في إيجاد القيمة الحالية للتدفقات المالية هو سعر فائدة السوق وليس سعر فائدة السند.

وبالطبع إذا حدث اختلاف بين سعر فائدة السند وسعر فائدة السوق فإن ذلك يحدث اختلاف بين القيمة الاسمية للسند والقيمة السوقية وبناء على هذا الاختلاف فإنه من الطبيعي أن يختلف مقدار العائد أو الفائدة الخاصة بالسند. ولتوضيح ذلك نضرب المثال التالي :

نفرض أن أحد الأشخاص قد قام بشراء سند. هذا السند قيمته الاسمية ١٠٠٠ جنيه وأن سعر الشراء في السوق هو ٩٥٠ جنيه ومعدل فائدة السند ١٠٪ سنوياً. في هذا المثال نجد أن الفائدة على السند تبلغ ١٠٠ جنيه عبارة عن ١٠٠٠ جنيه قيمة السند و ١٠٪ سعر الفائدة. أما ما دفع فعلاً في السند يبلغ ٩٥٠ ولذلك فإن معدل الفائدة الفعلي هنا يبلغ ١٠,٥٪ وهو معدل العائد الفعلي. هذا المثال يعتبر مثال بسيط ولذلك فإن القانون الخاص بحساب معدل الفائدة للسند يكون على النحو التالي :

$$\text{معدل العائد التقريبي للسند} = \frac{\text{فائدة السند} + \frac{\text{القيمة الاسمية} - \text{القيمة السوقية للسند}}{\text{القيمة الاسمية}}}{\text{متوسط قيمة السند}}$$

$$\text{متوسط قيمة السند} = \frac{\text{القيمة الاسمية} + \text{القيمة السوقية للسند}}{2}$$

وإذا افترضنا كما هو في المثال السابق أن عمر السندات ١٠ سنوات (أو المتبقى من عمر السند هو ١٠ سنوات) نجد أن معدل العائد التقريبي للسند يعادل :

$$\text{معدل العائد التقريبي} = \frac{\frac{950 - 10000}{10} + 100}{\frac{950 + 100}{2}}$$

$$= \frac{100 - 950}{975} = -10,7\%$$

يلاحظ بالطبع الاختلاف بين المثال المبسط الأول والمثال الفعلي أو القانوني الحقيقي لحساب معدل العائد التقريبي. ولكن إذا كنا بصدد حساب معدل العائد الدقيقة للسند فإننا نعود مرة أخرى إلى قانون القيمة الحالية بمعنى أن قيمة السند في السوق تبلغ ٩٥٠ جنيه وأن قيمة السند في السوق هي محصلة القيمة الحالية للتدفقات ممثلة في الفوائد السنوية وسعر السندات عند الاستحقاق. ولذلك بالتطبيق على قانون القيمة الحالية نجد :

$$950 = \frac{\text{معامل قيمة حالية}}{\text{مدة ١٠ سنوات}} \times 100 + \frac{\text{معامل قيمة حالية}}{\text{بعد ١٠ سنوات}} \times 10000$$

↓
↓
↓

القيمة الاسمية
الفائدة السنوية
قيمة السند

معاملات القيمة الحالية والتي يجب حسابها هنا نجد أنها تمثل سعر الفائدة ولا يمكن الحصول عليها إلا عن طريق التجربة والخطأ حتى نصل إلى المعدلات الحقيقية والتي تمثل الفائدة فيفترض أننا سوف نستخدم سعر ١١٪ كسعر فائدة لإيجاد القيمة الحالية نجد أن :

$$900 - 5,889 \times 100 + 0,352 \times 1000 \text{ تقريباً}$$

بمعنى أن معدل الفائدة الحقيقي يقع حوالى ١١٪.

وحتى لا نحتاج لجهود كبيرة فى عملية تحديد سعر الفائدة الحقيقي فإننا نبداً بحساب معدل الفائدة التقريبى ثم نتحرك من خلال هذا المعدل من خلال الإضافة أو تخفيضه.

والسندات بصفة عامة تواجه مجموعة من المخاطر هذه المخاطر تختلف من بلد لآخر وحسب طبيعة السند المصدر أيضاً ويمكن الإشارة إلى بعض المخاطر التى تواجه السندات منها :

مخاطر اسعار الفائدة :

ويعتبر أكثر المخاطر التى تواجه السندات بصفة عامة حيث قد تقوم إحدى الشركات على سبيل المثال بإصدار سندات بسعر فائدة معينة ثم يحدث ارتفاع بعد ذلك فى سعر فائدة السوق هذا بدوره يؤدى إلى أحجام المستثمرين عن شراء هذا السند بدوره يؤثر سلبياً على السند ، ومما بدوره يؤدى إلى انخفاض سعر السند فى السوق.

مخاطر عدم السداد :

وهى المخاطر المرتبطة بالشركة المصدرة للسند حيث قد تتعرض هذه الشركة إلى بعض المخاطر التى من شأنها أن تؤدى إلى عدم قدرة الشركة على سداد الفوائد الدورية أو قيمة السندات عند تاريخ الاستحقاق. وبناء على ذلك يتم ترتيب السندات حسب جودتها ويتم ذلك من قبل المؤسسات المالية الدولية.

مخاطر التضخم :

من أهم المخاطر التي يتعرض لها حملة السندات ونتيجة ثبات معدل الفائدة ولفترة زمنية طويلة فإن الفوائد تتأثر بالتضخم نتيجة هذا الثبات حيث تكون معدل التضخم في بعض الحالات أعلى من سعر الفائدة الخاص بالسندات ذاتها. كما أن طول الفترة الزمنية أو استحقاق السند في شأنه أيضاً أن يؤثر مع التضخم.

مخاطر الاستدعاء (رد السندات) :

قد تقوم إحدى الشركات بإصدار سندات بسعر فائدة معين ولكن مع تغيرات السوق فإن سعر العائد في السوق ينخفض ويظل سعر فائدة السند مرتفع. وهذا بدوره يؤدي إلى تحميل الشركة لفوائد مرتفعة ، وبالتالي فإنه من مصلحة الشركة أن تقوم بالاقتراض بأسعار فائدة منخفضة والتي تكون سائدة في السوق. ولذلك تقرر الشركات رد قيمة السندات لأصحابها شريطة انقضاء فترة زمنية معينة. وهذه الشروط يجب أن تكون مذكورة في أصل التعاقد على السند.

وبالتالي فإن المستثمر عند قيامه بشراء السندات يجب أن يأخذ في الاعتبار هذه المخاطر بالإضافة إلى مخاطر أخرى إن وجدت.

تخفيض مخاطر السندات :

ونتيجة للطبيعة المختلفة والخاصة بالسندات فإن الاحتفاظ بالسند قد يكون له مدة مثلى على أساس أن تغيرات أسعار الفائدة في السوق بالطبع لن تظل ثابتة لمدة عمر السند وإنما هناك دائماً تغيرات أساسية في سعر فائدة السوق مما يؤدي معه إلى حدوث تغيرات في قيم السند ولذلك من المفضل أن يتم حساب مدة مثلى للاحتفاظ بالسند أو استمرارية للسند ، وهنا لتخفيض المخاطر.

١- مدة الاحتفاظ بالسند (الاستمرارية) :

المقصود هنا بمدة الاحتفاظ بالسند هي المدة التي يمكن أن يغطي فيها السند تكاليفه ، ولتفسير ذلك نجد سعر السند في السوق يتأثر بحصرين رئيسيين الأول هو قيمة الكوبون أو بمعنى آخر فائدة السند والعامل الثاني هو استحقاق السند ، ولذلك فنحن نبحث عن العلاقة المثلى بين هذين المتغيرين بما يحقق الأهداف المرغوبة. ومدة الاحتفاظ تأخذ في الاعتبار إعادة سداد أروء قيمة السند وكذلك تاريخ الاستحقاق بالإضافة إلى قيمة الكوبون.

ويمكن تعريف الاستمرارية بأنها متوسط الوقت للتغطية الكاملة لقيم السند والفوائد المرتبطة به. لحساب المدة المثلى أو الاستمرارية للسند هناك مجموعة من الافتراضات الواجب أخذها في الاعتبار هي :

١- الفترة المثلى دائماً أقل من فترة استحقاق السند بمعنى إذا كان استحقاق السند ١٠ سنوات فإن الفترة المثلى تكون أقل.

٢- هناك علاقة عكسية بين قيمة الكوبون والاستحقاق حيث السند ذو الكوبون المرتفع تكون مدته أقل من السند ذو الكوبون المنخفض. ولذلك فإن السندات التي لا يكون لها كوبون مثل أذون الخزانة فإن المدة المثلى لها هي فترة الإستحقاق.

٣- كلما زادت معدل الفائدة السوقى كلما انخفضت المدة الخاصة بالاحتفاظ بالسند حيث فائدة السوق تعوض الاحتفاظ.

٤- أن عمولات البيع والشراء للسندات من الممكن أن تؤثر على قيمة السند.

ومن خلال هذا يمكن صياغة الشكل العام لحساب المدة المثلى للاحتفاظ بالسند عن طريق حساب القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية كنسبة من سعر السند والقانون الخاص بها يكون :

المدة المثلى = مجموع القيم الحالية للتدفقات التي تحدث حسب سنوات الحدوث
مجموع القيم الحالية للتدفقات

الفرق بين البسط والمقام هو أن البسط حسب سنوات الحدوث في حين أن المقام يعتمد على القيمة الحالية التي حدثت ولتوضيح ذلك نضرب المثال التالي :

توافر بيانات عن سندانين (أ) ، (ب) :

السند	(أ)	(ب)
القيمة الاسمية	١٠٠٠	١٠٠٠
مدة الكوبون	١٠ سنوات	١٠ سنوات
قيمة الكوبون	%٤	%٨
فائدة السوق	%٨	%٨

السند (أ) : يتم إعداد الجدول من ٦ خانة على النحو التالي :

(١) السنوات	(٢) التدفق	(٣) معامل قيمة حالية يسعر %٨	(٤) القيمة الحالية للتدفق	(٥) القيمة الحالية كنسبة من السعر	(٦) (٥) × (١)
١	٤٠	٠,٩٢٥	٣٧,٠٤	٠,٥٠٦	٠,٥٠٦
٢	٤٠	٠,٨٥	٣٤,٠٩	٠,٤٦٩	٠,٩٣٨
٣	٤٠	٠,٧٩٣	٣١,٧٥	٠,٤٣٤	٠,١٣٠٢
٤	٤٠	٠,٧٣٥	٢٩,٤٠	٠,٤٠٢	٠,١٦٠٨
٥	٤٠	٠,٦٨٠	٢٧٨,٢٢	٠,٣٧٢	٠,١٨٦٠
٦	٤٠	٠,٦٣٠	٢٥,٢١	٠,٣٤٥	٠,٢٠٧٠
٧	٤٠	٠,٥٨٣	٢٣,٣٤	٠,٣١٩	٠,٢٢٣٣
٨	٤٠	٠,٥٤٠	٢١,٦١	٠,٢٩٥	٠,٢٣٦٠
٩	٤٠	٠,٥٠٠	٢٠,٠١	٠,٢٧٤	٠,٢٣٦٦
١٠	٤٠	٠,٤٦٣	٤٨١,٧٣	٠,٢٥٨٥	٦,٥٨٥
			٧٣٩,٥٨	١	٨,١١

المدة المثلى ٨,١٢ سنة.

السند (ب) :

(٦)	(٥)	(٤)	(٣)	(٢)	(١)
السنوات	القيمة الحالية كنسبة من السعر	القيمة الحالية للتدفق	معامل قيمة حالية بسعر ٨٪	التدفق	
١	٠,٠٧٤١	٧٤,٠٧	٠,٩٢٥	٨٠	
٢	٠,٠١٣٧٢	٦٨,٥٩	٠,٨٥٧	٨٠	
٣	٠,٠١٩٠٢	٦٣,٥	٠,٧٩٣	٨٠	
٤	٠,٠٢٧٢٠	٥٨,٨	٠,٧٣٥	٨٠	
٥	٠,٠٣٠٢٤	٥٤,٤٤	٠,٦٨٠	٨٠	
٦	٠,٠٣٢٦٩	٥٠,٤٢	٠,٦٣٠	٨٠	
٧	٠,٠٣٤٥٦	٤٦,٦٨	٠,٥٨٣	٨٠	
٨	٠,٣٦٥٦	٤٣,٢٢	٠,٥٤٠	٨٠	
٩	٠,٣٦	٤٠,٠٢	٠,٥٠٠	٨٠	
١٠	٥,٠	٥٠٠,٢٦	٠,٤٦٣	٨٠	
٧,٢٤	١	١٠٠			

المدة المثلى ٧,٢٤ سنة.

وبالاعتماد على ما سبق وهو حساب المدة المثلى لاستمرارية السندات يمكن
كذلك حساب التغيرات المحتملة لأسعار السندات في السوق ، وذلك من خلال
اتباع القانون التالي :

نسبة التغير السعري في السند =

- المدة المثلى المعدلة × نسبة التغير في سعر الفائدة

فإذا كان الافتراض أن سعر فائدة السند في السوق سوف تنخفض بمقدار
٠,٧٥ ٪ فما هو الانخفاض المتوقع في سعر السند في السوق علماً بأن مدة السند ٨
سنوات وسعر الفائدة ١٠ ٪ للسند لحساب مقدار الانخفاض في السند يجب أن نقوم

بحساب المدة المثلى المعدلة بالإضافة إلى نسبة التغير في سعر الفائدة وهي معلومة :

$$\text{المدة المثلى المعدلة} = \frac{\text{مدة السند المقدرة}}{1 + \text{متوسط معدل فائدة السند}}$$

$$= \frac{8 \text{ سنوات}}{1 + \frac{10\%}{2}} = 7,62 \text{ سند}$$

ويصبح التغير في سعر السند كنسبة مئوية تعادل نسبة التغير في سعر السند

$$= - \text{المدة المثلى المعدلة} \times \text{نسبة التغير.}$$

$$= - 7,62 \times 0,75\% = - 0,572\%$$

لاحظ أن 0,75% تمت بإشارة السالب تتجه انخفاض سعر الفائدة وأن نسبة التغير في السعر تصبح 0,572% انخفاض.

توحيد الاختلاف :

وهي عبارة عن حساب الفرق بين الانخفاض والارتفاع الذى يحدث نتيجة إعادة استثمار الفوائد بما يحقق التحصيل في حالة الانخفاض ومعنى تقليل الخسائر إلى أقل مستوى ممكن.

ثالثاً - الأوراق المالية القابلة للتحويل :

تتضمن الأوراق المالية القابلة للتحويل كل من السندات والأسهم الممتازة ، بمعنى أن الأوراق المالية القابلة للتحويل قد تكون في صورة أسهم ممتازة أو سندات. وفي معظم الأحوال فإن الأوراق المالية القابلة للتحويل تكون في شكل السندات من حيث أن الأوراق المالية القابلة للتحويل تتكون من قيمة اسمية وكوبون أو سعر فائدة

بإضافة تاريخ استحقاق ، وإن كان الاختلاف هو إضافة جزئية خاصة بعملية التحويل يطلق عليها Convertibility Indenture Caluse .

هذا الجزء الخاص بالتحويل يسمح لحامل السندات أن يبدل السند مقابل الحصول على أسهم عادية لشركة مصدرة الورقة المالية القابلة للتحويل ولا يتضمن التحويل أى مصروفات إضافية بالإضافة إلى إمكانية حدوث التبادل عندما يرغب حامل السند .

والجزء الهام المرتبط يحدد عدد الأسهم التى يحصل عليها حامل السند مقابل عملية التبادل ، ويطلق على هذه العملية " سعر التحويل " . فعلى سبيل المثال : قد يتضمن جزء التحويل أن سعر التحويل ٥٠ جنيه لكل سهم . ولتحديد عدد الأسهم العادية التى يحصل عليها حامل السند عن طريق :

$$\text{معدل التحويل} = \frac{\text{القيمة الاسمية للورقة القابلة للتحويل}}{\text{سعر التحويل}}$$

فعلى سبيل المثال : إذا قامت إحدى الشركات بإصدار أوراق مالية قابلة للتحويل بقيمة اسمية قدرها ١٠٠٠ جنيه ، وكان سعر التحويل ٥٠ جنيه فإن معدل التحويل يبلغ ٢٠ سهم للورقة الواحدة . وتسرى نفس الإجراءات إذا كانت الورقة المالية القابلة للتحويل من نوع الأسهم الممتازة . وإن كان الاختلاف بين السند والأسهم الممتازة هو أن قيمة الأسهم الممتازة فى معظم الأحوال تكون أقل من قيمة السندات .

ومن خلال هذا ، فنجد أن الأوراق المالية القابلة للتحويل تتميز :

١- أن سعر التحويل بصفة عامة يكون ثابتاً خلال مدة استحقاق الورقة المالية .

٢- أن فترة التحويل تكون غير محددة من قبل .

وهذا ، فإن حاملي الأوراق المالية القابلة بالتحويل يعتبروا دائنون سندات .
وعند إصدار هذا النوع من الأوراق ، فإن معدل فائدة الكوبون تكون أقل من معدل
الفائدة السوقية ، بالإضافة فإن القيمة الاسمية تكون أعلى من القيمة السوقية للأسهم
العادية .

١- تقييم الأوراق المالية القابلة للتحويل :

ولفهم الخلفية المرتبطة بسند التحويل ، يجب فهم فكرة خفض أو تحديد درجة
الخطر للمستثمر حيث أنه قد يستطيع أن يمتلك جزء من أسهم المنشأة في حالة إذا ما
كان أداؤها جيداً .

ولإظهار عملية التقييم ، يجب تقسيم الورقة المالية أو حسابات هذه الورقة
إلى شقين ، الشق الأول : وهو الجزء المرتبط بالاقتراض ، أما الشق الثاني : فهو
المرتبط بالملكية .

جزء الاقتراض :

يعتمد تقييم الجزء الخاص بالاقتراض لنفس مبدأ تقييم السندات والذي سبق
استعراضه من قبل . حيث قيمة السند عبارة عن القيمة الحالية للفوائد بالإضافة إلى
القيمة الحالية للقيمة الاسمية للسند . وطالما أن سعر فائدة السند تكون أقل من سعر
فائدة السائد في السوق ، فإن السعر المستخدم لإيجاد القيمة الحالية هو سعر الفائدة
السائد في السوق .

فإذا قامت إحدى الشركات على سبيل المثال بإصدار أوراق مالية قابلة
للتحويل بسعر ١٠٠٠ جنيه للورقة معدل فائدة ١٠٪ ، وقد قامت الشركة بإصدار
ما يعادل ٣٠ مليون جنيه ، وإذا كان سعر الفائدة السائد في السوق يبلغ ١٢٪ ،

وكانت المدة ٢٠ سنة :

$$\text{سعر الورقة} = \frac{100}{(1,12)} + \frac{100}{(1,12)^2} + \frac{100}{(1,12)^3} + \frac{100}{(1,12)^4}$$

$$\begin{aligned} \text{أو سعر الورقة} &= 100 \times \text{معامل قيمة حالية لمدة ٢٠ سنة بسعر ١٢\%} \\ &+ 100 \times \text{معامل قيمة حالية بعد ٢٠ سنة بسعر ١٢\%} \\ &= 100 \times 7,460 + 100 \times 0,104 = 850 \text{ جنيه} \end{aligned}$$

لاحظ أن سعر الخصم المستخدم هو ١٢٪ سعر الفائدة السائد في السوق ، وهو سعر السندات الأخرى في السوق وليس لها قابلية التحويل . وبالتالي فإن قيمة الورقة لهذه الشركة يبلغ ٨٥٠ جنيه . ولكن لماذا تكون قيمة الورقة ٨٥٠ جنيه في حين أن قيمة الإصدار تبلغ ١٠٠٠ جنيه .

والإجابة على هذا السؤال هي أن المستثمر في هذا النوع من الأوراق يقوم بسداد بدل مقابل أنه يستطيع أن يحصل على أسهم عادية مقابل هذا السند .

جزء الأسهم العادية :

الشق الثاني في الأوراق المالية القابلة للتحويل هو المرتبط بالحصول على الأسهم العادية ، ويقاس هذا الجزء عن طريق :

$$\text{قيمة التحويل} = \text{معدل التحويل} \times \text{سعر السوق للأسهم العادية}$$

لاحظ أن قيمة التحويل ، وهي ما يدفعها المستثمر ، يتم حسابه من خلال قيمة الأسهم العادية بصرف النظر عن رغبة حامل الورقة أن يحولها إلى أسهم عادية أم لا . وكذلك كلما زادت قيمة التحويل ، فإن القيمة السوقية للتحويل سوف تزداد طالما أن قيمة التحويل أعلى من سعر السوق .

وامتداداً للمثال الخاص بجزء الاقتراض ، لو أن معدل التحويل كان ٤٠ جنيهاً للسهم ، فإن معدل التحويل يشير إلى عدد الأسهم العادية التي يمكن الحصول عليها مقابل الورقة المالية وهو يبلغ ٢٥ سهم (٤٠ ÷ ١٠٠٠) وعن طريق ضرب معدل التحويل في سعر السهم الحالي في السوق فإنه يوضح قيمة التحويل ، بمعنى أنه إذا كان سعر السهم في السوق يبلغ ٣٢ جنية ، فإن قيمة التحويل تبلغ :

$$٢٥ \times ٣٢ = ٨٨٠ \text{ جنية}$$

وبالتالي فإن قيمة التحويل عند إصدار الورقة المالية يبلغ ٨٠٠ جنية ، لاحظ أن قيمتها أقل من القيمة الاسمية للإصدار والتي سوف تبلغ ١٠٠٠ جنية.

ولكن : لماذا يرغب المستثمر في أن يدفع ١٠٠٠ جنية في أسهم عادية تبلغ قيمتها فقط ٨٠٠ جنية ؟

بمعنى أن المستثمر يدفع بدل مقداره ١٤٩,١ جنية مقابل عملية التحويل ، وهو عبارة عن الفرق بين القيمة الاسمية للسند (١٠٠٠ جنية) وبين القيمة الحقيقية للسند (٨٥٠,٩٠ جنية).

ماذا يحدث لو أن سعر السهم في السوق انخفض ليصبح ٢٠ جنية بدلاً من ٣٢ جنية ؟ فإن قيمة الورقة المالية تصبح ٥٠٠ جنية (٢٠ × ٣٥) = ٥٠٠ أما إذا ارتفعت قيمة السهم العادي في السوق لتصبح ٥٠ جنية ، فإن قيمة الورقة القابلة للتحويل تصبح ١٢٥٠ جنية (٥٠ × ٢٥).

ولتوضيح هذا الشق نضرب المثال التالي ، نفرض أن البيانات التالية :

القيمة الاسمية للسهم	قيمة التحويل	سعر السهم في السوق
١٢	٢٠	٥
٢٠	٢٠	٩
٢١	٢٠	٩,٧٥
٢١	٢٠	١٠,٥
٣٥	٢٠	٢١
٤٢	٢٠	٢٦
٥٠	٢٠	٢١

ويمكن تحديد الفرق بين قيمة التحويل والقيمة الاسمية مقارنة بالقيمة السوقية تحت الحالات السابقة ، وذلك لتحديد البديل الذي يحصل عليه كل من يشتري السهم عن طريق :

القيمة الاسمية للسهم	قيمة التحويل	الاختلاف	سعر السوق	البديل
(١)	(٢)	(٣) = (٢ - ١)	(٤)	(٥) = (٤ - ٣)
١٢	٢٠	(٨)	٥	٣
٢٠	٢٠	-	٩	٩
٢١	٢٠	١	٩,٧٥	٨,٧٥
٢٢	٢٠	٢	١٠,٥	٨,٥
٣٥	٢٠	١٥	٢١	٦
٤٢	٢٠	٢٢	٢٦	٤
٥٠	٢٠	٣٠	٣٢	٢

الحسابات في المحاسبة

ويقال في تلك الأحكام من المحاسبة أن حساب الزكوة حيث من الناس يرى أن
يعد الزكوة على طريقة حساب الزكوة فيكون أن يكون بها في كل من يريد
أن يستطيع أن يكون في الزكوة فيكون من حسابات حسابات الزكوة فيكون
حسباً ولكن فيكون من الزكوة فيكون من حسابات الزكوة فيكون من

الحسابات في المحاسبة

من الزكوة فيكون من الزكوة فيكون من حسابات الزكوة فيكون من
الحسابات في المحاسبة فيكون من الزكوة فيكون من حسابات الزكوة فيكون من
حسباً فيكون من الزكوة فيكون من حسابات الزكوة فيكون من
حسباً فيكون من الزكوة فيكون من حسابات الزكوة فيكون من
حسباً فيكون من الزكوة فيكون من حسابات الزكوة فيكون من
حسباً فيكون من الزكوة فيكون من حسابات الزكوة فيكون من

حساب الزكوة فيكون من الزكوة فيكون من حسابات الزكوة فيكون من
حسباً فيكون من الزكوة فيكون من حسابات الزكوة فيكون من
حسباً فيكون من الزكوة فيكون من حسابات الزكوة فيكون من
حسباً فيكون من الزكوة فيكون من حسابات الزكوة فيكون من
حسباً فيكون من الزكوة فيكون من حسابات الزكوة فيكون من
حسباً فيكون من الزكوة فيكون من حسابات الزكوة فيكون من
حسباً فيكون من الزكوة فيكون من حسابات الزكوة فيكون من
حسباً فيكون من الزكوة فيكون من حسابات الزكوة فيكون من

١- يتم حساب مجموع أصناف ال ٢٠ منهم ذلك تحت حالة أصناف الفتح وقسمتها بها
أصناف بداية اليوم وكذلك الأصناف الإجمالي (وهي أصناف نهاية اليوم)
٢- يتم حساب متوسط الفتح عن طريق قسمة مجموعة أصناف الفتح على عدد
الأصناف.

٣- يتم حساب نسبة الفتح عن طريق الاختلاف بين أصناف الإجمالي وبين أصناف الفتح
مقسوماً على أصناف الفتح.

تطبيقات عملية

pdfelement



(١) إذا كان الحد الأدنى للملكية ٦٠٪. ولدى أحد المستثمرين ٤٠ ألف جنيه والتي يرغب في استثمارها في سهم الذي يباع بـ ٨٠ جنيه للسهم، مع إهمال العمولات والضرائب أحسب بالتفصيل التأثير على معدل العائد إذا ارتفع سعر السهم إلى ١٠٠ جنيه وإذا انخفض السهم إلى ٤٠ جنيه إذا كانت:

أ- أن المستثمر دفع الثمن نقداً.

ب- إذا استفاد من الاقتراض بأقصى ربح.

(٢) يمتلك أحد المستثمرين ٥٠ ألف جنيه. إذا كان حد الملكية المطلوب ٤٠٪ وأمام أحد المستثمرين أحد الأسهم يباع بـ ٣٥ جنيه للسهم.

أ- أحسب عدد الأسهم التي يستطيع المستثمر شراءها باستخدام حد الهامش الأقصى.

ب- ما هي الأرباح والخسائر لو ارتفع السهم إلى ٤٥ جنيه أو انخفض إلى ٢٥ جنيه.

ج- لو أن الحد الأدنى من الملكية يبلغ ٣٠٪ ما هو السعر الذي عنده يتم الإتصال لتكملة حد الملكية.

(٣) أنت تملك ٢٠٠ سهم في ميكروسوفت وقد اشترت السهم بسعر ٢٥ جنيه

- وبيع السهم الآن بمبلغ ٤٥ جنيه.

أ - إذا قررت إعطاء أمر إيقاف خسائر عند ٤٠ جنيه ناقش سبب هذا القرار.

ب - إذا انخفض سعر السهم إلى ٣٠ جنيه ما هو العائد مع أمر إيقاف الخسائر وبدونه.

(٤) من ستين مضت اشترت ٣٠٠ سهم من الشركة الوطنية بسعر ٣٠ جنيه للسهم مع حدود ملكية ٦٠٪. وبيع السهم ٤٥ جنيه للسهم. باقتراض عدم وجود توزيعات أحسب معدل العائد عن الاستثمار السنوى إذا كان سعر الفائدة ١٠٪ والعمولة ٢٪ وتم السداد نقداً بالكامل كذلك أحسب معدل العائد في حالة التمويل بالاقتراض.

(٥) أحسب جميع مؤشرات البورصة الممكنة من خلال البيانات التالية :

الشركة	الأسعار			عدد الأسهم		
	(أ)	(ب)	(ج)	(أ)	(ب)	(ج)
اليوم الأول	١٢	٢٣	٥٢	١٠٠٠	٧٥٠	٥٠٠
اليوم الثاني	١٠	٢٢	٥٥	١٠٠٠	٧٥٠	٥٠٠
اليوم الثالث	١٤	٤٦	٥٢	١٠٠٠	٣٧٥ ^(١)	٥٠٠
اليوم الرابع	١٣	٤٧	٢٥	١٠٠٠	٣٧٥	١٠٠٠ ^(٢)
اليوم الخامس	١٢	٤٥	٢٦	١٠٠٠	٣٧٥	١٠٠٠
اليوم السادس	٦	٤٧	٢٧	٢٠٠٠ ^(٣)	٣٧٥	١٠٠٠
اليوم السابع	١٠	٤٦	٢٩	٢٠٠٠	٣٧٥	١٠٠٠

١- نسبة ربح السهم (ب) في نهاية اليوم الثاني.

٢- نسبة ربح السهم (ج) في نهاية اليوم الثالث.

٣- نسبة ربح السهم (أ) في نهاية اليوم الرابع.

(٦) أحسب متوسط عائد السوق وكذلك الانحراف المعياري للسوق تحت كل مؤشر

من مؤشرات البورصة في التمرين السابق.

(٧) سند ذات قيمة اسمية ١٠٠ جنيه معدل كوبون ١٢٪ استحقاق السند ٢٠ سنة.

أحسب معدل العائد لهذا السند إذا :

(أ) كان سعر السوق ١٠٥٠ جنيه.

(ب) إذا كان سعر السوق ٨٥٠ جنيه.

ما هو معدل العائد المحقق للسند.

(٨) أحسب سعر السند ذات قيمة اسمية ١٠٠٠ جنيه ومعدل كوبون ١٠٪ تحت

الحالات التالية علماً بأن استحقاق السند ١٥ سنة.

(أ) تم استدعاء السند بعد سنتين بمبلغ ١٠٥٠ جنيه وسعر السوق ٩٥٠ جنيه.

(ب) بيع السند بعد ٥ سنوات بسعر ٩٥٠ وسعر السوق الآن ٨٥٠ جنيه.

(ج) بيع السند بعد ٨ سنوات بسعر ١٠٢٠ وسعر السوق الآن ٩٨٠ جنيه

استحقاق ٢٠ سنة.