

الفصل الرابع: التوريق والعمليات في الاسواق المالية

المحور الأول: الاوراق المالية المضمونة بأصول (التوريق).

أولاً: مفهوم التوريق. يمكن تعريف التوريق على أن عملية تحويل الحقوق المالية المستحقة والتي تتدفق من مجموعة الأصول (القروض وبطاقات الائتمان وغيرها) إلى أوراق مالية وذلك بإصدار أوراق مالية تكون مضمونة بتلك الأصول، ويعرف أيضاً على أنه عبارة عن تجميع أصول مالية مولدة لتدفقات نقدية ذات طبيعة متجانسة ولكنها تفتقر إلى السيولة ليتم إصدار أوراق مالية بضمان هذه الأصول.

لذلك فإن فكرة نشاط التوريق تعتمد على خلق أداة من أدوات سوق المال في صورة ورقة مالية يسهل تسويقها، ومن ثم تعتبر الأوراق المالية المضمونة بأصول أداة اقتراض وأحد أنواع المشتقات المالية في أن واحد، فهي أداة اقتراض لأنها توزع عائداً قد يكون ثابتاً أو متغيراً بصفة دورية وتعتبر نوع من المشتقات المالية لأنها مشتقة من أداة مالية مباشرة وهي مجموعة الأصول التي تضمن الإصدار.

ثانياً: مفهوم الاوراق المالية المضمونة بأصول. الأوراق المالية المضمونة بأصول هي أدوات إقراض يتم تداولها في السوق الثانوية وتكون مضمونة بأصل له عائد أو إيراد تمتلكه الشركة المصدرة، وهذه الأوراق المالية تتميز بعائدها المرتفع مما يجذب المستثمرين الذين لديهم استعداد لتحمل مخاطر الائتمان والدفع مقدماً إضافة إلى تميزها بالسيولة العالية.

ولكي يتم ضمان أن الأوراق المالية المضمونة بأصول ستكون ذات سيولة ويمكن تسويقها للمستثمرين، يجب أن تكون مقبولة لدى المستثمرين كأداة حافظة للقيمة المادية ومن ثم يجب أن تكون هذه الأوراق قد صنفت وقيمت من قبل شركات تصنيف وتقييم، أو أن تكون مضمونة ومن قبل ضامن مستقل.

ثالثاً: انواع الاوراق المالية المضمونة بأصول: يتم تصنيف الأوراق المالية المضمونة بأصول إلى:

1- أوراق الرهن العقاري. وهي أوراق مالية مضمونة بحزمة من القروض العقارية التقليدية جمعتها

مؤسسات مالية مثل شركات الادخار والقروض والبنوك التجارية وشركات الرهن العقاري لتمويل عملية

شراء المقرض لمنزل أو أي أصول عقارية، ويقوم المصدر بتجميع هذه القروض في وعاء واحد وبيعها للمستثمرين عن طريق طرح أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية وعندما يقوم المقرض بدفع أقساط الدين يتم تسليم المستثمر الفوائد المستحقة لهم. وأكثر أنواع الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية انتشاراً هي أوراق الـ (Through-Pass) حيث يتم إصدار أوراق مالية بوعاء من القروض العقارية ويتم توزيع " التدفقات الناجمة عن تلك القروض بناءً على نسبة الملكية الخاصة بكل مستثمر في الأوراق المالية المصدرة بضمان تلك القروض

2- الأوراق المالية غير العقارية او الأوراق المالية المضمونة بأصول. وتشمل نوعاً من الأصول مثل التزامات السندات المضمونة والتزامات القروض المضمونة والقروض غير المؤداة وديون المشروعات الصغيرة وبطاقات الائتمان.

المحور الثاني: العمليات على الأوراق في سوق الأوراق المالية.

يتم التعامل على الأوراق المالية في السوق الثانوية بطريقتين:

الأولى: العقود العاجلة: وهي:

- العقود العاجلة العادية.
- عقود الشراء بالهامش.
- عقود بيع الأوراق المالية المقرضة.
- وأنواع أخرى مثل التداول عبر الانترنت والتداول في الجلسة نفسها.

الثانية: العقود الآجلة. وهي نوعين هما:

- العقود القطعية (العقود المستقبلية).
- عقود الخيارات.

أولاً: العقود العاجلة. هي عبارة عن عمليات بيع وشراء الأوراق المالية وبموجب هذه العقود يسلم البائع الأوراق المالية للمشتري ويسلم المشتري للبائع ثمن الأوراق المالية حالاً أو خلال مدة زمنية معينة لا تتجاوز 48 ساعة

في اغلب الاسواق المالية، اذ يحتفظ المشتري بالأوراق المالية ويستفيد من ارباحها ويتحمل خسائرها ايضا، ويلجأ المتعاملون الى العقود العاجلة وذلك لعدة اسباب منها:

- **الاستثمار:** وذلك من خلال الاحتفاظ بالأوراق المالية والاستفادة من ارباحها عند التوزيع.
- **المضاربة:** اي بيعها الاوراق المالية عند ارتفاع اسعار هذه الاوراق.
- **التحوط:** اي حماية المستثمر نفسه من مخاطر انخفاض اسعار الاوراق المالية من خلال اللجوء الى البيع على المكشوف.

1- العقود العاجلة العادية. عبارة عن عقود يلتزم بها البائع والمشتري بإتمام الصفقة نقداً وذلك بأن يستلم المشتري الاوراق المالية ويسلم ثمنها حالا او خلال مدة قصيرة جداً وتقدر في بعض الاسواق الغربية 48 ساعة، وهذه العمليات لا تشكل نسبة كبيرة في الاسواق المالية خصوصاً في الدول التي يسمح فيها بالاقتراض من البنوك.

2- عقود الشراء بالهامش. ويقصد بالشراء بالهامش شراء الورقة المالية بسداد جزء من قيمتها نقداً ويسدد الباقي بقرض لذلك يسمى الشراء بالهامش، وتمثل قيمة المدفوعات النقدية هامشاً لصفقة الشراء وفي اغلب الاحيان لا تزيد نسبة الهامش عن 60% من قيمة الصفقة. وتقوم هذه الفكرة الاستثمارية على افتراض ان اسعار الاوراق المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية سوف ترتفع في المستقبل وبالتالي سيتمكن المستثمر من تحقيق عائد ايجابي على استثماراته.

3- البيع على المكشوف (البيع القصير). وهو عكس النوع السابق ففي هذا النوع يقوم المستثمر ببيع الورقة المالية أولاً قبل ان يمتلكها ثم يشتريها فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق ان بيعت بها، ويسمى هذا البيع بالبيع القصير تمييزاً له عن البيع الطويل ولا لهذا التعبير بالمدة الزمنية، ولكن علاقته مرتبطة بالهدف من الاستثمار، فالوضع الطويل يتعلق بشراء الأسهم والاحتفاظ بها للحصول على الربح او بيعها للحصول على زيادة رأسمالية في اسعارها، اما الوضع القصير يتعلق بالمغامرة على انخفاض اسعارها سواء كان المستثمر مالكا أو غير مالكا.

4- التداول عبر الإنترنت. هو عبارة عن إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية أو مشتقاتها إلكترونياً عبر

شبكة المعلومات أو الإنترنت إذ يتم تسجيل الأوامر عبر شبكات الإنترنت مباشرة على نظام التداول في البورصة دون اللجوء إلى السمسار الوسيط ومن مزايا التداول عبر الإنترنت:

- إمداد العميل في بيانات السوق لحظياً.
- إتاحة الفرصة للمستثمر لمتابعة استثماراتها في أي وقت.
- تسهيل عملية التداول بين الأسواق المختلفة.
- رسوم السمسرة منخفضة.

ولكن يجب على المستثمر مراعاة الآتي:

- التأني في اتخاذ القرار الاستثماري.
- التركيز في إدخال الأوامر.
- التأكيد على دقة وتوقيف البيانات المرسله من السمسار.
- ادراك مشاكل التكنولوجيا الحديثة.
- توخي الحذر عند اختيار السمسار.

5- التسوية والمقاصة وتسجيل ملكية العميل للأوراق المالية. بتسليم الأوراق المالية من قبل الوسيط

البائع وتسليم ثمنها من قبل الوسيط المشتري بما في ذلك التأكد من سلامة هذه الأوراق من الغش وعدم وجود قيود تمنع تداولها من رهن أو غيره، أما المقاصة: تعني أسقاط كل واحد من الوسطاء ما له من دين على الوسيط الآخر مقابل ما للوسيط الآخر عليه من دين. في أغلب الأحيان تتم هذه المعاملات بين الوسطاء عندما يكون حجم الديون متساوية ويتم أسقاط الديون بشكل متساوي، أما إذا كان أحد الدائنين أكبر من الآخر فإن المقاصة هنا يتم تقديرها بقدر أقلهما على أن يقوم صاحب الدين الأقل بدفع المتبقي إلى الوسيطة الآخر.

ثانياً: المعاملات الآجلة الباتة. يقصد بالمعاملات الآجلة تلك المعاملات التي تتم في سوق الأوراق المالية وهي تحديداً تكون عقود بيع يتم الاتفاق فيه على نوع الورقة محل الصفقة، عددها، وثمنها، عند إبرام الصفقة على أن يتم تسليم الأوراق المباعة وتسليم الثمن في تاريخ لاحق يسمى يوم التصفية.

ويجب التأكيد على ما يلي بالنسبة للمعاملات الآجلة الباتة:

- 1- أن الغرض الأساس للمتعاملين بالعقود الآجلة هو تحقيق الأرباح الرأسمالية وهي الأرباح التي تتمثل في الفرق بين سعر الورقة التي عقدت عليها الصفقة وبين سعرها الذي يحدد يوم التصفية.
- 2- أن أغلب المعاملات الآجلة تجري على المكشوف أي إن البائع لا يملك الأوراق محل الصفقة وقت إبرام العقد ولكن البائع يأمل أن تنخفض الأسعار وقت التصفية ليقوم بشرائها وتسليمها للمشتري.

ثالثاً: مفهوم العقود الآجلة. ويمكن تعريف المعاملات الآجلة الباتة بشكل مبسط على أنها: العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم محدد مستقبلاً يسمى يوم التصفية، وتسمى الباتة تمييزاً لها عن عقود الاختيارات وذلك لأن المتعاقدين ليس لهم حق الرجوع أو الخيار في تنفيذ العملية ولكن لهم الحق في تأجيل موعد التصفية النهائية إلى موعد آخر.

1- صور تصفية العقود الآجلة. تأخذ تصفية العقد الآجل في يوم التصفية إحدى الصور التالية:

الصورة الأولى: تصفية العقد بتسليم وتسلم الأوراق المالية أي بتسليم الأوراق من قبل البائع إلى المشتري وتسليم المشتري ثمنها للبائع وهذه الصورة نادرة الاستخدام في الواقع.

الصورة الثانية: تصفية العقد بإبرام عقد آخر على عكس الأول.

الصورة الثالثة: تصفية العقد بإبرام عقد آخر على عكس الأول، مقرونة بعقد آخر على مثال العقد الأول، والفرق الأساسي بين هذه الصورة من التصفية والصورة السابقة أن المستثمر في الصورة الثالثة لا يصفي مركزه المالي تصفية نهائية ولكنه يؤجل التصفية إلى موعد التصفية التالية أملاً في تغير الأسعار لصالحه.

- 2- التغطية في العقود الآجلة.** إذا كانت العقود الآجلة تقوم على تسليم الأوراق والثلث في وقت لاحق وأن تنفيذ هذا النوع من العقود يؤدي إلى خسارة أحد الطرفين وربح الآخر، إلا إذا كان السعر المستقبلي معادلاً للسعر الحاضر عند التنفيذ وهذا نادر الحدوث في هذه الحالة فإن السؤال يكون: ماذا يحدث لو:
- ارتفعت أسعار الأوراق المالية محل التعاقد ارتفاعاً كبيراً لدرجة أن البائع لن يكون قادراً على شراء هذه الأوراق وتسليمها للمشتري.
 - انخفضت أسعار الأوراق المالية انخفاضاً شديداً لدرجة أن المشتري قد يكون غير قادر على دفع الثمن المتفق عليه.

في هاتين الحالتين قد يتعرض سمسار البائع والمشتري للخسارة لكونه ضامناً ومسؤولاً أمام الطرف الآخر، أو قد يعجز السمسار عن تحمل هذه المسؤولية فيتضرر بذلك الطرف الآخر لذلك فرضت أنظمة البورصة بعض القوانين على كل من البائع والمشتري أن يدفع تأميناً من النقود للسمسار الذي يتعامل معه ويحدد هذا التأمين بنسبة معينة.