

البيع على المكشوف والشراء بالهامش



إعداد
د. عبد الكريم قندوز



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

سلسلة كتيبات تعريفية
العدد (30)
موجه إلى الفئة العمرية الشابة
في الوطن العربي



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

البيع على المكشوف والشراء بالهامش

سلسلة كتيبات تعريفية

العدد (30)

موجه إلى الفئة العمرية الشابة في الوطن العربي



إعداد

د. عبد الكريم قندوز

صندوق النقد العربي

2022

© صندوق النقد العربي 2022

حقوق الطبع محفوظة

لا يجوز نسخ أو اقتباس أي جزء من هذا الكتيب أو ترجمته أو إعادة طباعته بأي صورة دون موافقة خطية من صندوق النقد العربي إلا في حالات الاقتباس القصير، مع وجوب ذكر المصدر.

الآراء الواردة في هذا الإصدار تعبر عن وجهة نظر مُعد الكتيب، وليس بالضرورة وجهة نظر صندوق النقد العربي

توجه جميع المراسلات إلى العنوان التالي:

الدائرة الاقتصادية

صندوق النقد العربي

ص.ب. 2818 – أبوظبي – دولة الإمارات العربية المتحدة

هاتف: +97126171552

فاكس: +97126326454

البريد الإلكتروني: Economic@amfad.org.ae

الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae>

يستهدف الكتيب غير المختصين في الشأن الاقتصادي والمالي في الدول العربية ويخاطب بشكل عام الفئة العمرية الشابة للتعريف بعمليات البيع على المكشوف والشراء بالهامش المستخدمتين على نطاق واسع بأسواق المال.

قائمة المحتويات:

1. تمهيد 5
2. البيع على المكشوف (بيع الأوراق المالية المملوكة للغير) 6
 - 1.2 مفهوم البيع على المكشوف 6
 - 2.2 شرح عملية البيع على المكشوف 7
 - 3.2 مثال عن الأرباح والخسائر الناتجة عن عمليات البيع على المكشوف 8
 - 4.2 أسباب اللجوء للبيع على المكشوف 8
 - 1.4.2 المضاربة 8
 - 2.4.2 التحوُّط (التغطية) 9
 - 3.4.2 المراجعة 9
 - 4.4.2 استخدامات أخرى 10
 - 5.2 مراحل إتمام عملية البيع على المكشوف 10
 - 1.5.2 اقتراض الأوراق المالية وبيعها في السوق 10
 - 2.5.2 متابعة رصيد المستثمر في حسابه لدى الوسيط المالي 11
 - 3.5.2 إعادة شراء الأوراق المالية 11
- 6.2 مخاطر البيع على المكشوف 12
 - 1.6.2 خطر ارتفاع أسعار الأوراق المالية المُباعَة على المكشوف 12
 - 2.6.2 خطر استدعاء الورقة المالية 12
 - 3.6.2 خطر تزامن عمليات إعادة الشراء 12
 - 4.6.2 مخاطر عدم تماثل الأجل 13
 - 5.6.2 صعوبة تقدير الخسائر المتوقعة 13

- 7.2. مثال تطبيقي للبيع على المكشوف 13
3. الشراء بالهامش 15
- 1.3. مفهوم الشراء بالهامش 15
- 2.3. الإجراءات التطبيقية للشراء بالهامش 15
- 3.3. مثال عن عملية الشراء بالهامش 16
- 4.3. الهامش المبدئي و هامش الوقاية والتعامل بهما 18
- 1.4.3. الهامش الفعلي أعلى من الهامش المبدئي 19
- 2.4.3. الهامش الفعلي بين الهامش المبدئي و هامش الوقاية 19
- 3.4.3. انخفاض الهامش الفعلي عن هامش الوقاية 19
- 5.3. مثال تطبيقي لحالات الهامش الممكنة 19
- 6.3. مزايا الشراء بالهامش 24
- 7.3. مخاطر الشراء بالهامش 25
- 1.7.3. مخاطر الرافعة المالية (مضاعفة الخسارة) 25
- 2.7.3. ظروف السوق غير المواتية والبيع الاضطراري 26
- 3.7.3. عدم كفاية وقت تعديل رصيد الهامش 26
- 4.7.3. عدم القدرة على اختيار الأوراق المالية التي يتم بيعها 26
4. خاتمة 27
5. قائمة المصادر 28

1. تمهيد

منذ نشأة الأسواق المالية، دأب المستثمرون على ابتكار وتطوير الأدوات والطرق والوسائل التي تسهل لهم عمليات التداول في الأسواق، وتزيد من عمق السوق وسيولته، وتحقق غايات المستثمرين سواءً كانت من خلال المضاربة أو الاستثمار أو التحوط أو المراجعة. نتج عن ذلك الكثير من الأدوات والمعاملات المالية من بينها عمليات البيع على المكشوف، والشراء بالهامش.

يعتبر كل من البيع على المكشوف (بيع الأوراق المالية المملوكة للغير)، والشراء بالهامش (شراء الأوراق المالية بالقسط النقدي) من طرق الاستثمار قصيرة الأجل، وهما تقنيتان متقاربتان من حيث ممارستهما. تسهم كلا التقنيتين في توفير السيولة للأسواق المالية، وتسهلان على المستثمرين استكشاف الأسعار، فضلاً عن إمكانية استخدامهما للتحوط وإدارة بعض أنواع المخاطر، مع إمكانية تحقيق عوائد أعلى. وبرغم أنهما تساعدان على تعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية وتزويدان من عمقها، إلا أنهما لم تسلما من الاتهام بتسببهما في زيادة حدة الأزمة المالية العالمية 2008، ولا يزال المنظمون والمستثمرون منقسمين حول ما إذا كان يجب الحد من استخدام عمليات البيع على المكشوف بشكل خاص في أوقات عدم اليقين الاقتصادي (كما هو الحال مثلاً في حالة جائحة كوفيد-19، أو في أوقات الأزمات).

يحتاج فهم هاتين التقنيتين إلى معرفة كيفية التعامل بحساب الهامش، حيث يقوم كل منهما على فتح حساب خاص لدى شركة الوساطة المالية (أو أمين الحفظ) يُسمى حساب الهامش، يقوم من خلاله المستثمر (سواءً كان بائعاً على المكشوف أو مشترياً بالهامش) بسداد جزء من قيمة الصفقة (مثلاً 30 بالمائة) إضافةً إلى رهن الأوراق المالية المشتراة في حالة الشراء أو قيمة البيع في حالة البيع.

استناداً إلى ما سبق يتناول هذا الكتيب هاتين التقنيتين وطريقة تنفيذهما، ومخاطر كل منهما.

2. البيع على المكشوف (بيع الأوراق المالية المملوكة للغير)

1.2. مفهوم البيع على المكشوف

بحسب العرف الاقتصادي والمالي السائد، فإن المستثمر في سوق الأوراق المالية (البورصة) يشتري الأوراق المالية التي يتوقع أن ترتفع أسعارها مستقبلاً، ثم يبيعها بعد ارتفاع السعر، ويربح جراء الفرق ما بين سعري البيع والشراء. لكن ماذا لو كانت توقعات المستثمر تتمثل في احتمالات انخفاض الأسعار؟ هل بالإمكان تحقيق أرباح في هذه الحالة؟ كان العرف الاقتصادي والمالي السائد سابقاً في أن يبقى المستثمر خارج السوق لتجنب الخسارة في هذه الحالة. لكن تفنق الفكر الاستثماري عن فكرة تعرف **بالبيع على المكشوف (Short Sell)**، وهو عكس الوضع الطبيعي الذي يتم فيه الشراء ثم البيع بعد ارتفاع السعر، حيث يتم بمقتضى هذه العمليات بيع الورقة المالية أولاً، ثم إعادة شرائها ثانياً، وفق توقعات المستثمر بانخفاض سعر الورقة المالية مستقبلاً.

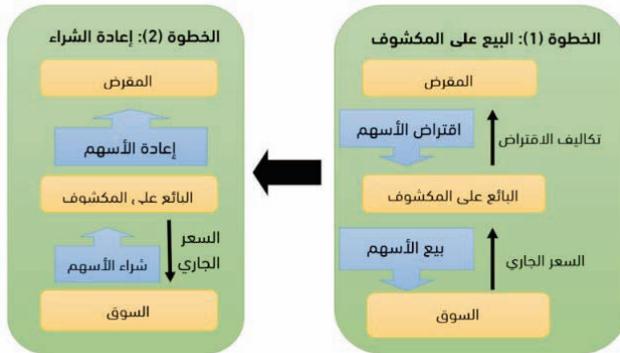
يعتبر البيع على المكشوف أو بيع الأوراق المالية المقترضة (المملوكة للغير) أحد آليات التداول قصيرة الأجل التي يستخدمها المستثمرون (بشكل خاص المضاربون) في أسواق المال، بهدف تحقيق أرباح في حال كانت الأسعار تتجه نحو الانخفاض. فإذا ما توقع المستثمر انخفاض سعر ورقة مالية في السوق، يقوم باقتراض الورقة المالية من الغير ثم يقوم ببيعها بالأسعار الحالية، على أمل أن ينخفض سعرها في مدى قصير (ما بين يوم إلى بضعة أشهر)، ثم إعادة شرائها، ليحقق بذلك ربحاً رأسمالياً متمثلاً في الفرق بين سعري عمليتي البيع وإعادة الشراء.

2.2. شرح عملية البيع على المكشوف

فيما يلي شرح مبسط لعملية البيع على المكشوف:

- لنفترض أن السعر الجاري لأسهم شركة ما على سبيل المثال هو 20 ريالاً للسهم.
- يقترض البائع على المكشوف 1000 سهماً (لا يدفع أي نقد لمالك الأسهم) من أسهم هذه الشركة، ويبيعها حالياً بسعرها الجاري أي بقيمة 20 ألف ريال على أمل انخفاض سعر السهم مستقبلاً.
- البائع على المكشوف يمتلك الآن ثروة صافية مقدارها 20 ألف ريال (في حساب متاجرته) كما أن لديه التزاماً بإرجاع 1000 سهماً لمالكها الأصلي (المقرض).
- بتحقق توقع البائع على المكشوف أي عند انخفاض الأسعار، أصبح السعر الجاري لسهم هذه الشركة 15 ريالاً. يشتري المستثمر في هذه الحالة 1000 سهم، ويدفع فقط 15 ألف ريال.
- يعيد البائع على المكشوف أسهم الشركة إلى المالك الأصلي الذي أقرضه إياها في البداية ويربح 5 آلاف ريال.
- لكن لو ارتفع في المقابل سعر سهم الشركة مقارنة بسعر البيع، يتكبّد البائع على المكشوف خسارة.

شكل 1. خطوات البيع على المكشوف



المصدر: المؤلف.

3.2. مثال عن الأرباح والخسائر الناتجة عن عمليات البيع على المكشوف

اقترض مستثمر 100 سهماً من أسهم شركة ما بسعرها الجاري البالغ 35 ريالاً للسهم. قام المستثمر ببيع الأسهم حالياً. في البداية على المستثمر أن يودع مبلغ 3500 ريال في حسابه الخاص بالهامش. إذا انخفض سعر الورقة المالية إلى 30 ريالاً للسهم، يمكن للمستثمر إعادة شراء الأسهم بسعر 3000 ريال وإعادتها للمقرض، وبذلك يكون قد قام بتغطية مركزه، والحصول على ربح صاف مقداره 500 ريال. في مقابل ما سبق، إذا ارتفع سعر سهم الشركة إلى 40 ريالاً، على المستثمر إعادة شراء تلك الأسهم بسعر 4000 ريال، وهو ما يعني خسارة صافية مقدارها 500 ريال. في كلتا الحالتين، يتم خصم العمولات أو إضافتها إلى الخسائر. نلاحظ أن الخسائر الناتجة عن تغير السعر في الاتجاه غير المرغوب فيه أكبر بكثير من الأرباح المحققة نتيجة تحرك الأسعار في الاتجاه المرغوب.

4.2. أسباب اللجوء للبيع على المكشوف

هناك استخدامات متعددة تدفع المستثمر للاستفادة من البيع على المكشوف، نذكر منها:

1.4.2. المضاربة

المضاربة هي الاستخدام الأغلب لعمليات البيع على المكشوف، ويتضح من شرح آلية عمل البيع على المكشوف أن المضاربة تستند إلى توقع انخفاض الأسعار، فيقوم المستثمر بالمضاربة على انخفاض الأسعار، فيقترض الأوراق المالية، ثم يبيعهها بسعر السوق الحالي، على أمل انخفاض سعرها في المستقبل القريب. إذا تحقق توقع المضارب، سيعيد شراء الأوراق المالية بسعر أقل مما باعها به، ويحقق بذلك ربحاً، لكن إذا سارت الأمور على غير ما توقعه، وارتفع سعرها فإنه يحقق خسائر مؤكدة، وقد تكون كبيرة جداً، لأنه سيضطر لشراء الورقة بسعر أعلى مما باعها به (بالإضافة إلى دفعه لتكاليف الاقتراض).

2.4.2. التحوط (التغطية)

التحوط هو الدخول في عمليات مالية متزامنة، بحيث يمكن تقليل الخسائر الناتجة عن اتخاذ مركز استثماري بالدخول في صفقة معاكسة. على سبيل المثال: إذا تملك المستثمر ورقة مالية (اتخذ مركزاً طويلاً) يعتقد أن سعرها في السوق سيرتفع، لكنه يتخوف من انخفاض الأسعار في الأجل القصير، فيمكنه في هذه الحالة الدخول في عملية بيع مكشوف لحماية ما يملكه من أوراق مالية، فيقوم ببيع نفس المقدار من الأوراق المالية بيعاً مكشوفاً. فإذا انخفضت الأسعار، يقوم بإعادة شرائها، ليغطي بذلك الخسائر المحققة في محفظته الأصلية. لكن لو أن الأسعار ارتفعت، فيمكنه استخدام الأوراق المالية التي لديه في المحفظة لإعادة الأوراق المالية التي افترضها وبيعها بيعاً مكشوفاً. في كلتا الحالتين، يكون المستثمر قد قلل من خسائره المحتملة، لكن مع التضحية ببعض الأرباح.

3.4.2. المراجعة

المراجعة هي الاستفادة من فوارق سعر ورقة مالية ما في سوقين مختلفين. فإن وجدت هذه الفوارق، بإمكان المراجع شراء الورقة المالية من السوق ذي السعر الأدنى، وبيعها (بيعاً مكشوفاً) في السوق ذي السعر الأعلى. مثال ذلك، سعر ورقة مالية 120.3 ريال في سوق المال السعودي (تداول)، وسعرها في سوق أبوظبي للأوراق المالية هو 120 ريال. يقوم المستثمر ببيع الورقة المالية في سوق المال السعودي (بسعر 120.3 ريال للورقة) بيعاً مكشوفاً، وفي ذات الوقت يقوم بشراء نفس الورقة المالية من سوق أبوظبي للأوراق المالية بسعر 120 ريالاً، ويكون الفرق بين السعرين هو ربح عملية المراجعة.

4.4.2. استخدامات أخرى

إضافة لما ذكرناه من استخدامات للبيع على المكشوف (المضاربة، التحوط، المراجعة)، فإن هناك استخدامات أخرى نذكر منها تأجيل مدفوعات الضرائب، حيث قد تعفي بعض القوانين عمليات البيع على المكشوف من الضرائب، كما تزيد هذه الأداة من سيولة الأسواق المالية من خلال زيادة مستويات تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً.

5.2. مراحل إتمام عملية البيع على المكشوف

تمر عملية البيع المكشوف عبر ثلاث مراحل أساسية وهي:

1.5.2. اقتراض الأوراق المالية وبيعها في السوق

- يتلقى الوسيط المالي (أو مؤسسة الحفظ الأمين) أمراً من المستثمر ببيع أوراق مالية لا يمتلكها المستثمر وليست في حوزته حالياً.
- يقوم الوسيط المالي بتوفير الأوراق المالية المطلوب بيعها، وذلك من خلال أحد القنوات التالية أو بعضها أو كلها:
 - اقتراض الأوراق المالية لصالح المستثمر من مستثمرين آخرين لديهم استعداد لإقراض ما لديهم من أوراق مالية، أو من عملاء الوسيط المالي (مقابل عمولة إقراض).
 - رصيد الوسيط المالي من تلك الأوراق المالية.
 - وسيط مالي آخر يمتلك رصيد من تلك الورقة المالية.
 - بنوك الإيداع (Custodian Banks).
 - مستثمر مؤسسي مثل صناديق التقاعد، أو صناديق الاستثمار، أو غيره.
- يبيع الوسيط المالي الأوراق المقترضة بقيمتها السوقية لصالح المستثمر، ومن ثم إيداع حصيلة عملية البيع في حساب المستثمر.

- يدفع المستثمر جزءاً من قيمة الصفقة (هامش يتراوح بين 20 في المائة و50 في المائة) من خلال الإيداع لدى الوسيط المالي (كضمان).

2.5.2. متابعة رصيد المستثمر في حسابه لدى الوسيط المالي

يتابع الوسيط المالي رصيد المستثمر الذي يزيد كلما انخفض سعر الورقة المالية التي تم بيعها على المكشوف، وينقص كلما ارتفع سعرها. في حالة ارتفاع سعر الورقة المالية التي تم بيعها على المكشوف بصورة كبيرة يصبح وضع المستثمر حرجاً وترتفع خسائره، وكإجراء احترازي، يطلب الوسيط المالي من المستثمر زيادة قيمة الضمان للمحافظة على نسبة الهامش (قيمة الرصيد النقدي نسبة إلى قيمة الصفقة)، ويعرف هذا الإجراء بالتنسوية بحسب السوق (*Marked-To-Market*).

3.5.2. إعادة شراء الأوراق المالية

تنطوي عملية البيع المكشوف بطبيعتها على عملية إعادة شراء الأوراق المالية، حيث لا بد من إعادة تلك الأوراق لمقرضها. هناك حالتان يتم فيهما ذلك:

1. إذا انخفض سعر الورقة المالية في السوق إلى حد يعتقد فيه المستثمر أنه قد بلغ الأرباح التي استهدفها، يقوم في هذه الحالة بشراء نفس العدد من الأوراق المالية من السوق بسعرها الجاري الذي هو أقل من سعر بيعها، ومن ثم إعادتها إلى الوسيط المالي ويكون ربحه هو سعر البيع منقوصاً منه سعر إعادة الشراء مع خصم الأتعاب والعمولات (الفوائد).
2. إذا كان للمقرض الحق في إنهاء القرض من خلال قابلية الاستدعاء، فبإمكانه في هذه الحالة إنهاء عقد الإقراض عن طريق إخطار الوسيط المالي، وفي هذه الحالة يعيد المستثمر للوسيط المالي (ومن ثم المقرض) ما تم اقتراضه من أوراق مالية، وسيكون في الغالب مضطراً لإعادة شراء الأوراق المالية من السوق، وقد يكون ذلك بخسارة أو بربح بحسب سعر السوق.

6.2. مخاطر البيع على المكشوف

في الواقع يوجد الكثير من المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون نتيجة استخدامهم لعمليات البيع على المكشوف، لعل من أهمها:

1.6.2. خطر ارتفاع أسعار الأوراق المالية المُباعة على المكشوف

تتمثل أهم الأخطار التي يتعرض لها المستثمر في البيع المكشوف في عدم تحقق توقع المستثمر بانخفاض الأسعار في المستقبل، واتجاه سعر الورقة المالية في المقابل نحو الارتفاع، وكلما ارتفع سعرها، زادت خسائر المستثمر. وطالما أن الأسعار ليس لها حد أعلى للارتفاع، فإن هذا يعني أن خسائر المستثمر يمكن أن تكون كبيرة جداً.

2.6.2. خطر استدعاء الورقة المالية

يمكن للوسيط المالي بطلب من صاحب الأوراق المالية (المقرض) أن يُطالب المستثمر بإعادة الأوراق المالية. يحدث ذلك إذا كان القرض ينطوي على خاصية قابلية الاستدعاء. في هذه الحالة، إذا كان سعر الورقة المالية في السوق أكبر من سعر بيعها على المكشوف، فسيكون المستثمر مضطراً لإعادة شرائها بخسارة.

3.6.2. خطر تزامم عمليات إعادة الشراء

عندما يأخذ سعر ورقة مالية اتجاهًا تصاعدياً، يكون من الأفضل للمستثمر بالبيع المكشوف إعادة شراء الورقة المالية في أسرع وقت تجنباً لتضاعف خسارته، ولأن ذلك يحصل مع كل المستثمرين الذين قاموا بعمليات مماثلة، تتزامم طلبات شراء الأوراق المالية لتغطية مراكزهم المالية. يؤدي هذا الأمر إلى ارتفاع متسارع في سعر الورقة وبالتالي مضاعفة خسائر مستثمري البيع على المكشوف.

4.6.2. مخاطر عدم تماثل الأجل

يحدث هذا الخطر عندما يكون أجل معاملة البيع على المكشوف أقل من الوقت الذي يجب انتظاره لانخفاض أسعار الورقة المالية، بمعنى آخر أن سعر الورقة المالية يأخذ منحى تنازلياً وهذا في صالح المستثمر، لكن قد يحل أجل القرض، ويضطر المستثمر بالبيع على المكشوف إلى إعادة شراء الورقة المالية قبل أن يصل السعر إلى المستوى المستهدف.

5.6.2. صعوبة تقدير الخسائر المتوقعة

نظراً لأن سعر أي ورقة مالية ليس له حد أعلى (على الأقل من الناحية النظرية)، في حين أن أدنى سعر لا يمكن أن يكون أقل من الصفر، فإن الخسائر التي يتعرض لها المستثمرون المقترضون تكون بدورها دون حد أقصى. مقابل ذلك، فإن أقصى ربح يمكن أن يحققه المستثمر يعتبر محدوداً، وهو الحالة التي تصبح فيها الأسعار صفراً (وهي حالة غير متصورة).

7.2. مثال تطبيقي للبيع على المكشوف

يعتقد المستثمر أن السعر الحالي لسهم شركة ما البالغ 20 ريالاً للسهم مغالى فيه، وأنه سيصبح بعد 3 أشهر من الآن 15 ريالاً. لا يمتلك المستثمر في الوقت الحالي أي سهم من أسهم هذه الشركة، لهذا قام باستخدام استراتيجية البيع على المكشوف، حيث اقترض 100 سهماً من أسهم الشركة من الوسيط المالي، ثم باعها حالياً بسعر 20 ريالاً للسهم الواحد، وسلم 50 في المائة من قيمة هذه الأسهم نقداً للوسيط المالي (لأن الوسيط المالي قد طلب دفع 50 في المائة من قيمة الأسهم نقداً). اقترض بقية المبلغ على أمل إعادة شراء الأسهم بعد 3 أشهر من الآن بسعر 15 ريالاً.

المطلوب: تحديد أرباح (خسائر) المستثمر إذا تحققت توقعاته وانخفض السعر إلى 15 ريالاً للسهم، علماً بأن تكلفة الاقتراض (سعر الفائدة) هو 10 في المائة، وتكلفة المعاملات (العمولات) 2 في المائة من قيمة الصفقة.

الحل:

التدفقات النقدية عند إعادة الشراء		التدفقات النقدية لحظة البيع	
تكلفة إعادة الشراء $(1500) = 100 \times 15$		بيع الأسهم المقترضة $2000 = 100 \times 20$	
تكلفة المعاملات $(30) = 1500 \times \%2$		تكاليف الاقتراض $(200) = 2000 \times \%10$	
		تكلفة المعاملات $(40) = 2000 \times \%2$	
المحصلة (1530)		المحصلة 1760	

نتيجة البيع المكشوف	
1760	التدفقات النقدية لحظة البيع
(1530)	التدفقات النقدية عند إعادة الشراء
230 (ربح)	المحصلة النهائية

3. الشراء بالهامش

1.3. مفهوم الشراء بالهامش

في العرف المالي، عند توقع ارتفاع أسعار الأوراق المالية، يقوم المستثمر باستخدام ما لديه من نقد في شراء الأوراق المالية، وانتظار ارتفاع الأسعار، ثم بيعها وتحقيق أرباح رأسمالية متمثلة في الفرق بين سعري الشراء والبيع. يطرح المستثمرون على أنفسهم السؤال التالي: كيف يمكنني تعظيم الأرباح إذا كانت توقعاتي بأن الأسعار سترتفع؟ يتيح مبدأ الرفع المالي (الشراء عن طريق الاقتراض) إجابة جيدة لهذا السؤال، حيث يُمكن للمستثمر استخدام ما لديه من نقد، ويبرم اتفاقاً مع شركة وساطة مالية (وسيط مالي أو بنك أو مؤسسة الحفظ الأمين) يتيح له سداد جزء من ثمن الأوراق المالية عند الشراء وتأجيل سداد باقي الثمن، على أن تقوم شركة الوساطة المالية بتدبير الأموال اللازمة لتسوية عملية الشراء مقابل حصولها من المستثمر على تكلفة التمويل. تُعرف هذه الآلية بعمليات الشراء بالهامش.

2.3. الإجراءات التطبيقية للشراء بالهامش

تمر عملية الشراء بالهامش بالخطوات الإجرائية التالية:

- يصدر المستثمر أمراً للشراء بالهامش لشركة الوساطة المالية، يشمل ذلك تحديد:
 - نوع الورقة المالية.
 - كمية الأوراق المطلوب شراؤها.
 - الحد الأقصى لسعر الشراء.

- يسدد المستثمر مقدماً ثمن الأوراق المالية المشتراة (فيما يعرف بالهامش) وفقاً للنسبة المتفق عليها (مثلاً 20 في المائة أو 30 في المائة) إضافة إلى أية مصروفات وعمولات الشراء.
- تشتري شركة الوساطة الأوراق المالية المحددة (بحسب النوع والكمية)، وتحفظ بها كضمان لحين بيعها.
- تتابع شركة الوساطة أسعار الأوراق المالية، وتقوم بتقييم محفظة المستثمر (التي تحوي الأوراق المشتراة بالهامش) لحظياً وفق ما يعرف بالتسوية حسب السوق.
- تقارن شركة الوساطة قيمة مديونية المستثمر للشركة بقيمة الأوراق المالية، فإذا زادت نسبة المديونية إلى القيمة السوقية للأوراق المالية عن معدل معين (مثلاً 60 في المائة)، تطالب المستثمر بتخفيض النسبة إلى الحد المقبول، سواءً من خلال السداد النقدي أو بتقديم ضمانات إضافية.
- إذا لم يستوف المستثمر نسبة المديونية (السداد النقدي أو تقديم ضمانات)، يكون للشركة الحق في بيع الأوراق المالية لإعادة نسبة الهامش إلى نسبته الأصلية.

3.3. مثال عن عملية الشراء بالهامش

لنفترض أن نسبة السداد النقدي التي يفرضها البنك المركزي (أو هيئة السوق المالية) في دولة ما لعمليات الشراء بالهامش هي 50 في المائة من ثمن الشراء، وأن السعر السوقي (الجاري) لأسهم شركة ما هو 100 ريال.

إذا رغب مستثمر بالدخول في عملية شراء بالهامش، واشترى 1000 سهم من أسهم هذه الشركة، أي ما قيمته 100 ألف ريال، فهذا يعني أن عليه سداد 50 في المائة من قيمة الصفقة. في هذه الحالة ستقوم شركة الوساطة المالية بفتح حساب شراء بالهامش لصالح المستثمر، وستودع فيه 50 ألف ريال نقداً، ويتم بعدها شراء

ما قيمته 100 ألف ريال، وكما يتضح ، فإن ما تم فعلياً هو أن شركة الوساطة قد أقرضت المستثمر مبلغاً قدره 50 ألف ريال. ستكون قيمة المحفظة لديه لحظة الشراء 100 ألف ريال، هي عبارة عن 1000 سهم من أسهم الشركة المُشار إليها. لتضمن حقوقها، ستقوم شركة الوساطة المالية بالاحتفاظ بالأسهم كرهن لديها مقابل القرض الذي منحت إياه.

ستتقلب أسعار أسهم الشركة، ولنفترض أنها صارت 70 ريالاً للسهم. بالتالي أصبحت قيمة محفظة المستثمر الآن 70 ألف ريال (خسارة دفترية 30 ألف ريال). إن النقص الذي حصل في هذه الحالة يتحمله المستثمر، بمعنى آخر فإن ما لديه في المحفظة الآن هو 20 ألف ريال (أموال ذاتية) و50 ألف ريال هي الأموال المقترضة من شركة الوساطة المالية. نسبة مديونية المستثمر الآن هي 71 في المائة (حصيلة قسمة 50 ألفاً على 70 ألفاً). من الواضح أن المستثمر تجاوز الحد المسموح به الذي حدده البنك المركزي (وهو 50 في المائة)، لذا ستطلب منه شركة الوساطة أحد أمرين:

- إيداع نقدي في حسابه، ليعود القسط النقدي إلى نسبة 50 في المائة. سيكون المطلوب من المستثمر هنا هو إيداع مبلغ 15 ألف ريال، بحيث يتم سداد جزء من قيمة دينه تجاه شركة الوساطة، ويصبح 35 ألف ريال (بدلاً من 50 ألفاً)، بينما قيمة المحفظة هي 70 ألف ريال.
- قد تقبل شركة الوساطة بعض أنواع الضمانات، كخطابات الضمان المصرفية، أو أوراق مالية ذات درجة سيولة عالية أو غيرها.

إذا لم يتمكن المستثمر من استيفاء أحد المتطلبين السابقين، ستصرف شركة الوساطة في الأسهم التي هي ملكه لكنه رهنها لديها، وستقوم ببيع جزء منها لخفض مديونته إلى نسبة 50 في المائة. في هذه الحالة، ستبيع 30 ألف ريال، وتسد بها الدين المستحق على المستثمر بقيمة (50 ألف)، وستبقى قيمة الدين هي 20 ألف،

أما قيمة أمواله الذاتية فتصبح 40 ألف ريال (كان لديه 70 ألفاً وتم بيع ما قيمته 30 ألفاً)، وبالتالي فنسبة المديونية هي 50 في المائة (قسمة 20 ألفاً على 40 ألفاً).

4.3. الهامش المبدئي و هامش الوقاية والتعامل بهما

حتى تحمي شركة الوساطة المالية (الوسيط المالي) نفسها من الخسارة المحتملة في صفقات الشراء بالهامش (وكذلك في البيع على المكشوف)، فإنها تفرض هامشاً أولياً (مبدئياً)، و هامش وقاية (صيانة)، كما تستخدم التسوية الآنية للأرباح والخسائر وفق ما عرفناه على أنه التسوية بحسب السوق. الهامش الأولي هو الحد الأدنى الذي يشترط أن يدفعه المشتري من ماله الخاص (حقوق ملكية) قبل الشراء بالهامش، ويجب توفيره في حساب مستقل خاص بمعاملة الشراء بالهامش، وهو يتحدد في العادة من قبل البنك المركزي. وبالرغم من أن الهامش يوفر بعض الحماية لأطراف المعاملة، إلا أنه لا يوفر حماية كاملة ضد مخاطر تغيير الأسعار. يمثل هامش الوقاية نسبةً مئويةً من الهامش الأولي، ويجب الاحتفاظ بهذه النسبة دائماً في حساب المستثمر لدى شركة الوساطة المالية حتى تكفل الهامش الأولي. إن انخفاض النسبة إلى ما دون المستوى المطلوب يستدعي طلب هامش إضافي من المستثمر، سواءً من خلال إيداع مبلغ إضافي نقداً (أو تقديم ضمانات أخرى تقبلها شركة الوساطة) بغرض إيصال حساب المستثمر إلى مستوى الهامش الأولي. ونظراً لأن نسبة الهامش الفعلي تُحسب من خلال نسبة قيمة حقوق الملكية (الأموال الخاصة للمستثمر) إلى قيمة المحفظة السوقية والتي تتغير قيمتها بحسب تقلبات السوق، فإن قيمة الهامش الفعلي تزيد وتنقص بشكل مستمر، ما يستدعي من شركة الوساطة متابعة تلك التغيرات لحظياً، بحيث تضمن ألا يقل الهامش الفعلي عن الهامش الأولي (المبدئي) في أي لحظة، وعلى ذلك فهو يأخذ الحالات التالية:

1.4.3. الهامش الفعلي أعلى من الهامش المبدئي

إذا ارتفعت قيمة الأسهم المشتراة بالهامش أو قيمة الضمانات التي قدمها المستثمر، ففي هذه الحالة يرتفع الهامش الفعلي عن الهامش المبدئي، ويكون الفائض مستحقاً للمستثمر، وله الحق في سحبه أو استخدامه لشراء أسهم جديدة نقداً أو بالهامش.

2.4.3. الهامش الفعلي بين الهامش المبدئي و هامش الوقاية

يمكن أن تحصل هذه الحالة عند انخفاض قيمة الأسهم المشتراة بحيث يقل الهامش الفعلي عن الهامش الأولي، لكنه ليس أقل من هامش الوقاية. لن يكون المستثمر هنا مطالباً بشيء، بما في ذلك الإيداع النقدي (أو تقديم ضمانات).

3.4.3. انخفاض الهامش الفعلي عن هامش الوقاية

عندما تنخفض قيمة الأوراق المالية المشتراة بالهامش بشكل كبير، فيصبح الهامش الفعلي أقل من هامش الوقاية، يكون المستثمر مطالباً بأحد أمرين لإعادة الهامش الفعلي إلى نسبة مساوية أو أعلى من الهامش الأولي:

- إيداع مبلغ نقدي إضافي في حسابه.
- بيع جزء من الأسهم المشتراة.

في كلتا الحالتين، سترتفع نسبة الهامش الفعلي إلى مستوى الهامش الأولي.

5.3. مثال تطبيقي لحالات الهامش الممكنة

أنشأ مستثمر حساب شراء بالهامش، حيث قام بإيداع مبلغ 25 ألف ريال لدى إحدى شركات الوساطة المالية. ولأن نسبة الهامش المفروضة في السوق هي 50 في المائة، فإن هذا يعني أن الحساب يخوّل للمستثمر قدرة شرائية تصل إلى ضعف المبلغ المودع أي 50 ألف ريال. فلو اشترى المستثمر ما قيمته 30 ألف ريال من

الأسهم، فإنه لا يزال قادراً على شراء أسهم بقيمة 20 ألف ريال، أما مبلغ القرض الذي تُستحق عليه الفائدة فهو 5 ألف ريال (فرق قيمة الصفقة وحقوق الملكية). أما لو اشترى المستثمر ما قيمته 50 ألف ريال فإنه يصبح غير قادراً على شراء المزيد من الأسهم، إلا إذا زاد من رصيد الهامش. لنفرض أن المستثمر اشترى 2000 سهم من أسهم شركة ما بسعر 25 ريال للسهم الواحد (أي بكامل القوة الشرائية المتاحة، أي 50 ألف ريال) ونسبة هامش مبدئي 50 في المائة كما ذكر سابقاً، وأن هامش الوقاية (الصيانة) نسبته 25 في المائة، فيما تبلغ قيمة هامش الوقاية الابتدائي 12.5 ألف ريال.

كيف يتم التعامل مع رصيد حساب الهامش في الحالات التالية:

- ارتفاع سعر سهم الشركة إلى 30 ريال.
- انخفاض سعر سهم الشركة إلى 22 ريال.
- انخفاض سعر سهم الشركة إلى 15 ريال.
- بقاء سعر سهم الشركة ثابتاً عند مستوى 30 ريال.

الحل:

الحالة الأولى: ارتفاع سعر سهم الشركة إلى 30 ريال

في هذه الحالة، فإن قيمة ما يحوزه المستثمر من هذه الأسهم (قيمة محفظته) سترتفع إلى 60 ألف ريال، ويصبح الهامش الفعلي عند هذا السعر 58.33 في المائة. أمام المستثمر في هذه الحالة بديلان:

- سحب الزيادة، وهي 10 آلاف ريال، مع مراعاة إبقاء الهامش الفعلي عند مستوى الهامش المبدئي (أي لا يمكن سحب أكثر من 10 آلاف ريال).
- شراء أسهم إضافية، تمويل بقرض جديد يحصل عليه المستثمر من الوسيط المالي، ويكون الحد الأقصى للقرض الجديد الممكن الحصول عليه هو 10 آلاف ريال.

ارتفاع سعر سهم الشركة إلى 30 ريال	
60000	قيمة المحفظة (بعد تغيير السعر)
25000	الأموال المقرضة
35000	الأموال الذاتية (الإجمالية):
25000	الأموال الذاتية (المدفوعة في البداية)
10000	الربح (أو الخسارة) نتيجة تغيير السعر
%58.33	الهامش الفعلي (الأموال الذاتية ÷ القيمة السوقية)

الحالة الثانية: انخفاض سعر سهم الشركة إلى 22 ريال

في هذه الحالة، تنخفض القيمة السوقية للأسهم في حساب المستثمر إلى 44 ألف ريال. تقدر الأموال الذاتية (حقوق الملكية) للمستثمر بنحو 19 ألف ريال، علماً بأن التناقص في القيمة السوقية للأسهم يتحمله المستثمر من أمواله الذاتية، حيث خسر 6000 ريال، ليصبح الهامش الفعلي 43.18 في المائة، وهو أقل من الهامش الأولي، لكنه أعلى من هامش الوقاية (الصيانة). لهذا لا تتم مطالبته من طرف الوسيط المالي بأي طلب تغطية (إيداع جديد أو ضمانات).

انخفاض سعر سهم الشركة إلى 22 ريال	
44000	قيمة المحفظة (بعد تغيير السعر)
25000	الأموال المقرضة
19000	الأموال الذاتية (الإجمالية):
25000	الأموال الذاتية (المدفوعة في البداية)
(6000)	الربح (أو الخسارة) نتيجة تغيير السعر
%43.18	الهامش الفعلي (الأموال الذاتية ÷ القيمة السوقية)

الحالة الثالثة: انخفاض سعر سهم الشركة إلى 15 ريال

في هذه الحالة تصبح الأموال الذاتية للمستثمر 5000 ريال، بعدما كانت في بداية التعاقد 25000 ريال، حيث يتحمل المستثمر الخسارة نتيجة انخفاض السعر، ومقدارها 20000 ريال. ويصبح الهامش الفعلي 20 في المائة، وهو أقل من الهامش الأولي وأقل من هامش الوقاية، لهذا يطلب الوسيط المالي من المستثمر تغطية وضعه من خلال زيادة أمواله الذاتية ليرتفع الهامش الفعلي لقيمة هامش الوقاية إلى (25 في المائة). يمكن حساب قيمة الزيادة في الأموال الذاتية التي تجعل نسبة الهامش الفعلي مساوية لقيمة هامش الوقاية على النحو التالي:

$$\text{قيمة الرصيد الإضافي} = \frac{[\text{القيمة السوقية للصفقة} \times \text{نسبة هامش الوقاية}] - \text{الأموال الذاتية}}{1 - (\text{نسبة هامش الوقاية})}$$

إذا لم يلب المستثمر طلب التغطية، يكون للوسيط المالي الحق في بيع الأوراق المالية لزيادة أموال المستثمر الذاتية على الهامش المبدئي.

انخفاض سعر سهم الشركة إلى 15 ريال	
30000	قيمة المحفظة (بعد تغير السعر)
25000	الأموال المقترضة
5000	الأموال الذاتية (الإجمالية):
25000	الأموال الذاتية (المدفوعة في البداية)
(20000)	الربح (أو الخسارة) نتيجة تغير السعر
%16.67	الهامش الفعلي (الأموال الذاتية ÷ القيمة السوقية)

للتعديل في نسبة الهامش الفعلي أمام المستثمر خياران:

الخيار الأول: يقوم المستثمر بزيادة أمواله الذاتية من خلال إيداع إضافي لتغطية رصيد الهامش في حسابه

$$\text{قيمة الرصيد الإضافي} = \frac{[\text{القيمة السوقية للصفقة} \times \text{نسبة هامش الوقاية}] - \text{الأموال الذاتية}}{1 - (\text{نسبة هامش الوقاية})}$$

$$3333.33 = \frac{5000 - 0.25 \times 30000}{\%25 - 1} = \text{قيمة الرصيد الإضافي}$$

ويصبح لدينا الوضع التالي:

بعد زيادة الرصيد من طرف المستثمر	
33333.33	القيمة السوقية للصفقة
25000	الأموال المقترضة
8333.33	الأموال الذاتية (الإجمالية):
%25	الهامش الفعلي (الأموال الذاتية ÷ القيمة السوقية)

لاحظ أن نسبة الهامش الفعلي بعد إضافة المستثمر لمبلغ 3333.33 ريال إلى أمواله الذاتية أصبحت مساويةً لهامش الوقاية.

الخيار الثاني: سداد جزء من الأموال المقترضة

في هذه الحالة تقل قيمة الأموال المقترضة وتقل قيمة الصفقة، ليصبح الهامش الفعلي مساوياً لهامش الوقاية. وتكون قيمة السداد مساوية للخسارة التي تحملها المستثمر نتيجة انخفاض السعر.

في مثالنا هذا يقوم المستثمر بسداد ما قيمته 10000 ريال، ويصبح لدينا:

سداد جزء من المديونية	
20000	قيمة المحفظة (بعد تغير السعر)
15000	الأموال المقترضة
5000	الأموال الذاتية (الإجمالية):
%25	الهامش الفعلي (الأموال الذاتية ÷ القيمة السوقية)

إذا لم يتصرف المستثمر بأحد الخيارين السابقين (قبل نهاية نفس يوم التداول) يكون من حق الوسيط المالي بيع الأوراق المالية لزيادة أموال المستثمر الذاتية على الهامش المبدئي.

الحالة الرابعة: بقاء السعر ثابتاً عند مستوى 30 ريال

بافتراض أن سعر السهم لم يتغير وظل عند مستوى 30 ريال، فلن يحدث تغير في حساب الهامش المبدئي (الهامش الفعلي يساوي الهامش المبدئي).

6.3. مزايا الشراء بالهامش

إن الهدف الأساس للشراء بالهامش بالنسبة للمستثمر هو الاستفادة من مبدأ الرفع المالي الذي يعني تعظيم العائد على الأموال الذاتية (الشخصية مثلاً) من خلال الاستفادة من أموال الآخرين (الديون). فبافتراض أن الأوراق المالية سترتفع بنسبة 10 في المائة، وأن لديك مبلغاً نقدياً قدره 100 ألف ريال، استثمرته كله في شراء الأوراق المالية، فسيكون العائد المحقق هو 10 آلاف ريال، بما يحقق عائداً قدره 10 في المائة (قسمة قيمة العائد 10 آلاف ريال على أموالك الشخصية 100 ألف ريال).

في ظل وجود آلية الشراء بالهامش، ولنفترض أن نسبة الشراء بالهامش المسموح بها هي 50 في المائة، فهذا يعني أنك تستطيع الدخول في عمليات الشراء بالهامش بقيمة 200 ألف ريال، من خلال استخدام 100 ألف ريال التي لديك نقداً لسداد جزء

من قيمة الصفقة. فإذا ارتفعت الأسعار بنسبة 10 في المائة، فيكون قيمة العائد المتحقق هو 20 ألف ريال، ويكون العائد على أموالك هو 20 في المائة (قسمة العائد 20 ألف ريال على أموالك الشخصية 100 ألف ريال). هذا هو مبدأ الرفع المالي، حيث تضاعفت عوائد المستثمر من خلال الاستفادة من أموال الغير. طبعا هذا المثال مبسط للغاية، ففي الواقع العملي، هناك عناصر أخرى مؤثرة في قيمة العائد، منها على سبيل المثال العمولات التي تطلبها شركة الوساطة المالية، وتكاليف الصفقات التي تطلبها السوق المالية، والضرائب وغيرها.

7.3. مخاطر الشراء بالهامش

مقابل المزايا التي يمكن أن يحققها نظام شراء الأوراق المالية بالهامش، فإن هناك مجموعة من الأخطار المالية التي يجب على المستثمر الانتباه لها قبل اتخاذ قرار الدخول في عمليات للشراء بالهامش.

1.7.3. مخاطر الرافعة المالية (مضاعفة الخسارة)

أول أخطار الشراء بالهامش يتعلق بأهم ميزة فيه وهي الرفع المالي. فبقدر ما يمكن استخدام الرفع المالي لتعظيم الأرباح، بقدر ما ينطوي على احتمالية مضاعفة الخسارة.

في المثال السابق، حيث لدى المستثمر مبلغ نقدي قدره 100 ألف ريال، استخدمه للشراء النقدي للأوراق المالية، وانخفضت الأسعار بنسبة 5 في المائة، فإنه في هذه الحالة سيخسر 5000 ريال (أي خسارة 5 في المائة وهي مقدار الخسارة، أي: 5000 مقسوماً على استثماراته البالغة 100 ألف ريال).

لو أنه استخدم الشراء بالهامش (عند 50 في المائة)، واشترى الأوراق المالية بالهامش بقيمة 200 ألف ريال، ثم انخفضت الأسعار بنسبة 5 في المائة، فستكون خسارته 10 آلاف، والتي تمثل نسبة 10 في المائة (قسمة 10 آلاف على أمواله الشخصية 100

ألف)، وهكذا تكون خسارته قد تضاعفت مقارنة بحالة الشراء النقدي، هذا بالإضافة إلى المصروفات الأخرى التي سيدفعها لشركة الوساطة المالية.

2.7.3. ظروف السوق غير الموازية والبيع الاضطراري

أشرنا سابقاً إلى أنه عند ارتفاع نسبة مديونية المستثمر تجاه الشركة عن نسبة الهامش المقررة، وجب عليه أن يسدّد نقداً أو يقدم ضمانات لإعادة الهامش إلى مستواه المطلوب. إذا لم يتم أو لم يتمكن المستثمر من السداد أو تقديم ضمانات إضافية، يكون للشركة الحق في تصفية جزء من الصفقة من خلال بيع أوراقه المالية، لكي تعود نسبة الهامش إلى المستوى المقبول، والخطر هنا ليس في التسييل ذاته، بل في إمكانية أن يتم البيع في ظروف ليست في صالح المستثمر، مثلاً بأسعار منخفضة، ما يترتب عنه خسارة مؤكدة، فضلاً عن تكلفة الفرصة الضائعة المتمثلة في إمكانية تحسن ظروف السوق وتحقيق مكاسب أفضل.

3.7.3. عدم كفاية وقت تعديل رصيد الهامش

إذا انخفض هامش الوقاية عن المستوى المطلوب، تقوم شركة الوساطة المالية (أو الوسيط المالي) بإخطار المستثمر لتعديل مستوى الهامش (سواءً من خلال السداد النقدي أو تقديم ضمانات)، وعادة يكون ذلك خلال وقت قصير جداً. لا يكون هذا الوقت في الغالب كافياً للمستثمر للقيام بأي إجراء لإعادة رصيد الهامش وتقليل نسبة مديونيته، بالتالي يتولى الوسيط عملية البيع من أسهمه بغض النظر عن ظروف السوق سواءً كانت لصالح المستثمر أم ضده، ما قد ينتج عنه خسائر.

4.7.3. عدم القدرة على اختيار الأوراق المالية التي يتم بيعها

يحدث هذا الخطر إذا استخدم محفظة مشكلة من عدة أسهم للشراء بالهامش. فإذا انخفض رصيد الهامش عن الحد الأدنى المطلوب، ولجأ الوسيط المالي إلى

التصرف في الأوراق المالية بالبيع لإعادة رصيد الهامش إلى مستواه المطلوب، لن يكون بإمكان المستثمر تحديد الأوراق التي يمكن للوسيط المالي التصرف فيها، ولأن هدف الوسيط المالي هو حماية نفسه، فقد يقوم ببيع الأوراق المالية الأفضل ضمن محفظة المستثمر، حتى لو كان ذلك في غير صالح المستثمر.

4. خاتمة

استطاع المستثمرون منذ نشأة الأسواق المالية بشكلها المؤسسي الحديث ابتكار وتطوير الكثير من الأدوات، والتقنيات، والمنتجات المالية التي تحقق غايات مختلفة كالمضاربة، والاستثمار، والتحوط، والمراجحة. من بين تلك الأدوات عمليات الشراء بالهامش والبيع على المكشوف. تتيح هاتان المعاملتان للمستثمرين إمكانية تعظيم الأرباح والاستفادة من مبدأ الرفع المالي، كما تزيدان من سيولة وعمق السوق المالية، ما يساعد على تعزيز كفاءتها.

تناول الكتيب بالتطبيقات العملية والأمثلة التوضيحية كيفية استخدام هاتين الأدوات، مع توضيح مزاياهما، كما تناول طريقة حساب الأرباح والخسائر في ظل مختلف الفرضيات الممكنة للأسعار.

برغم المزايا التي قد تنطوي عليها التقنيتان المذكورتان، إلا أنه قد لا يكون من المناسب لكل المستثمرين التعامل بهما لما تنطويان عليه من درجات مخاطر عالية، قد تتسبب في خسارة كامل قيمة المحفظة.

5. قائمة المصادر

المراجع باللغة العربية:

- عبد الكريم قندوز (2017)، "الخيارات، المستقبلات، والمشتقات المالية الأخرى"، أي كتب.
- سمير عبد الحميد رضوان (2005)، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر"، دار النشر للجامعات، مصر.
- محمد صالح الحناوي، وجمال ابراهيم العبد (2002)، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- منير إبراهيم هندي (2015). "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية: الأسهم والسندات"، الناشر: بدون، مصر.

المراجع باللغة الانجليزية:

- Frederic Mishkin (2020), "The Economics of Money, Banking and Financial Markets", Seventh Canadian Edition, 7th edition, Pearson Canada Inc.
- Nitin Sacheti (2019), "Downside Protection: Process and Tenets for Short Selling in All Market Environments", PC Media publishing.

للحصول على مطبوعات صندوق النقد العربي
يرجى الاتصال بالعنوان التالي:

صندوق النقد العربي

شبكة المعرفة

ص.ب. 2818

أبو ظبي - الإمارات العربية المتحدة

هاتف رقم: 6215000 (+9712)

فاكس رقم: 6326454 (+9712)

البريد الإلكتروني: Publications@amfad.org.ae

متوفرة إلكترونياً بموقع الصندوق على الشبكة العالمية للمعلومات:

<https://www.amf.org.ae>



صندوق النقد العربي
ARAB MONETARY FUND

Arab Monetary Fund Building
Corniche Street
Abu Dhabi, United Arab Emirates
P.O Box 2818
www.amf.org.ae