

## الفصل العاشر

### خطط المعاشات والأموال التبادلية

#### *Pension Plans and Mutual Funds*

عندما تنتهي من قراءة هذا الفصل سوف تفهم

- لماذا نمت صناديق المعاشات وصناديق الأموال المتبادلة بهذه السرعة
- كيف تعمل الأنواع المختلفة من خطط المعاشات وصناديق الأموال المتبادلة
- كيف قد شكلت صناديق المعاشات وصناديق الأموال المتبادلة النظام المالي

على مدى القرن السابق ، قد شعر الناس بالحاجة المتزايدة إلى الاستعداد لاعتزالهم العمل . ارتفاع توقعات الحياة والاعتزال المبكر قد لعبت بالتأكيد دوراً ، ولكن السبب الأساسي يتمثل في التغير الاجتماعي العميق . قللت المدنية من الدور التقليدي للأسرة في إعالة كبار السن . لأن الناس لم تعد تتوقع أن يدعمهم أطفالهم عند شيخوختهم ، فقد بحثوا عن حلول أخرى . تقع هذه الحلول بصفة عامة في واحدة من فئتين — برامج الضمان الاجتماعي والمدخرات .

نبدأ بتناول الضمان الاجتماعي في إيجاز حول كيف يعمل ، وطبيعة مشكلاته . بعد ذلك نراجع الاعتبارات التي يتضمنها الادخار من أجل

اعتزال المرء . سوف نرى بأن هناك أسباب وجيهة لماذا تلعب المؤسسات المالية الوسيطة دوراً مهيماً في مدخرات الاعتزال . المؤسسات الوسيطة المالية المنخرطة عن قرب في مدخرات الاعتزال عبارة عن شركات التأمين على الحياة ، خطط المعاشات ، صناديق الأموال التبادلية . لقد درسنا في الفصل السابق شركات التأمين على الحياة . نفحص في هذا الفصل خطط المعاشات ، وصناديق الأموال المتبادلة – كيف تطور كل منها ، كيف تعمل مثل هذه الترتيبات ، وكيف يتم تنظيمها .

## الضمان الاجتماعي *Social Security*

### طبيعة برامج الضمان الاجتماعي

تأتي معظم دخول أصحاب المعاشات ( الاعتزال ) في معظم البلدان من برامج الضمان الاجتماعي الحكومية أو التأمينات الاجتماعية القومية . نمطياً، توفر مثل هذه البرامج مزايا الرفاهية الاجتماعية ، والتأمين الصحي أيضاً . أنشئ أول برنامج تأمين اجتماعي قومي في ألمانيا عام 1889 برعاية Otto von Bismarck . في الولايات المتحدة عام 1935 طبقاً لقانون تأمين كبار السن ، الناجين والعجزة ، والذي أنشأ إدارة الضمان الاجتماعي لتوفير الحد الأدنى من الدخل للعمال المعتزلين ، ومزايا متنوعة أخرى .

الإسهامات في الضمان الاجتماعي . تموّل برامج التأمين الاجتماعي عادة من الضرائب على العمل . في U.S. تقسم المساهمات في الضمان الاجتماعي (الضرائب) بالتساوي بين العاملين وأصحاب العمل : يدفع كل منهم ضريبة 7.65 في المائة من إيراداته إلى حد معين يرتبط بمستوى الأسعار . حتى

مستوى نسبة 15 في المائة من إجمالي التعويض ، يعتبر سعر ضريبة الضمان الاجتماعي معتدلة نسبياً في U.S. . إنها أكثر ارتفاعاً في القارة الأوروبية . على سبيل المثال ، في إيطاليا ، النسبة حوالي 35 في المائة من إجمالي التعويض .

بالطبع ، فكرة أن صاحب العمل يدفع جزءاً من المساهمة ، في الواقع هذا نوع من الخداع . بالنسبة لصاحب العمل ، ضريبة الضمان الاجتماعي تعتبر تكلفة ضمن أجر العامل . بالنسبة لرب العمل لا يوجد فرق بين ( أ ) دفع أجر 100 دولار بالإضافة إلى المساهمة 7.65 دولار أو ( ب ) دفع 107.65 دولار . إن ما يهم صاحب العمل هو إجمالي التكلفة التي تترتب على تعيين العامل . ومن ثم ، إنه في النهاية العامل الذي يتحمل عبء الضريبة : إذا لم يدفع صاحب العمل المساهمة يصبح أجر العامل أكثر ارتفاعاً .

مزايا الضمان الاجتماعي . في U.S. تؤسس مزايا الضمان الاجتماعي على التسلسل التاريخي لأجر العامل . ترتفع مزايا الضمان الاجتماعي مع زيادة التسلسل التاريخي لأجر العامل ، وحتى الحد الأقصى لمعاش الاعتزال . يوجد عنصر في إعادة التوزيع . يحصل العمال ذوو الدخل المنخفض على عائد أفضل من زملائهم ذوي الدخل المرتفع . اليوم يستطيع العمال ذوو الدخل المنخفض الحصول على عائد حقيقي ما بين 4 إلى 5 في المائة على مساهمتهم ، بينما سوف يحصل أصحاب الدخل المرتفع على عائد أقل من 1 في المائة . مزايا الضمان الاجتماعي تتأثر بالرغم القياسي للتضخم .

تقاس دقة دخل الاعتزال عادة في ضوء نسبة الإحلال – المزايا النقدية كنسبة من دخل ما قبل الاعتزال . في عام 1992 . في U.S. ، نسبة الإحلال التي يوفرها الضمان الاجتماعي تتراوح ما بين 49 في المائة لأحد

العاملين الذي يحصل على دخل 15.000 دولار في السنة إلى 24 في المائة للفرد الذي يحصل على 53.400 دولار الحد الأقصى الخاضع للضرائب . في كثير من البلدان ، المزايا أكثر سخاءً — تتناسب مع المستويات الأعلى لضرائب الضمان الاجتماعي في تلك البلدان . في ألمانيا تقريباً 60 في المائة، في اليابان 50 في المائة ، في فرنسا 50 إلى 100 في المائة ، استناداً إلى عمر المعتزل .

### كيف تعمل برامج الضمان الاجتماعي

على الرغم من الحديث عن أسعار العائد ، فإن برامج الضمان الاجتماعي ليست مشروعات توفير . مساهماتك لا تستثمرها الحكومة لكي تزودك بدخل عندما تعتزل العمل . بدلاً من ذلك ، مساهماتك اليوم تذهب إلى تسديد معاشات المعتزلين حالياً . وفي المقابل ، عندما تعتزل ، معاشك سوف يدفع من مساهمات أولئك الذين يعملون حينئذ . إنها خطة معاش تعتمد على جيل يدفع معاش جيل آخر .

واقعياً ، " التكنولوجيا " المالية التي يعتمد عليها الضمان الاجتماعي هي نفس الترتيبات التي تعتمد على التقاليد الأسرية . يدعم الأطفال آباؤهم في سن الشيخوخة ، وفي المقابل يتلقون التدعيم أيضاً من أبنائهم عندما يصلون إلى سن الشيخوخة . لا أحد لا يفني بوعده طبقاً لهذا العقد الضمني بسبب الضغوط الاجتماعية التي تطلب التطابق . مع مشروعات الضمان الاجتماعي ، إنها القوة القهرية للحكومة التي تضمن أن الأجيال المستقبلية سوف تحافظ على التزاماتها في العقد الاجتماعي .

## مشكلات برامج الضمان الاجتماعي

المشكلة الأساسية في العقد الضمني الذي يتطلب مساهمة جيل الشباب إلى جيل الشيوخ يعتمد في تكنولوجيته على الخصائص الديمغرافية ( البشرية ) ، وخصائص الديمغرافية أصبحت أقل تفضيلاً .

تشويه الخصائص الديمغرافية . قد ارتفع توقع الحياة بصورة متواصلة ، لذلك يتقاضى المعتزلون العمل معاشاتهم على مدى فترة زمنية أطول في المتوسط . في عصر بسمارك كان توقع الحياة 45 سنة . يضاف إلى ذلك ، لأن توقع الحياة قد ارتفع ، ولأن الناس أصبح لديهم عدد أطفال أقل ، قد هبطت نسبة الصغار إلى الكبار . في عام 1950 ، كان يوجد 16 فرداً يساهمون في الضمان الاجتماعي في U.S. لكل فرد يحصل على معاش . بحلول عام 2030 ، من المتوقع أن تتراجع هذه النسبة إلى أقل من 2 .

نتيجة لهذه الاتجاهات ، إذا لم يتغير شيء ، فإن مسن التوقع أن الضمان الاجتماعي في U.S. سوف لا يكون قادراً على تلبية التزاماته بعد عام 2034 . في كثير من البلدان الأخرى ، ربما يكون الموقف أكثر سوءاً . التأثيرات الضعيفة للتحفيز . يعاني الضمان الاجتماعي من مشكلة أخرى — تأثيرات التحفيز السيئة . بصفة عامة ، يترتب على الضرائب على أي نشاط، التقليل من ذلك النشاط . لذلك ، الضرائب على العمل يخفض من حالات التوظيف : هذه مشكلة في القارة الأوروبية بصفة خاصة . حيث ضرائب الضمان الاجتماعي عالية جداً . أيضاً تشجع الضرائب العالية على التهرب من دفع الضرائب . توجد حالات ضخمة من التوظيف في الخفاء بعيداً عن أيد الهيئات الحكومية التي لا تدفع أي ضرائب ضمان أو تأمينات اجتماعية ( أو أي ضرائب أخرى ) ، مما يزيد من تآكل الحيوية المالية للبرنامج . على سبيل المثال ، في إيطاليا أكثر من 25 في المائة من

الاقتصاد في الخفاء ، مقارنة بنسبة أقل من 10 في المائة في U.S. . تشجع برامج المعاشات في بلدان كثيرة على الاعتزال المبكر . هذا أيضا ضار بالصحة المالية للبرامج .

خطوات في اتجاه الإصلاح . تجد الحكومات نفسها بين مطرقة السياسة وسندان الأرقام الحسابية المتشائمة . في الماضي ، كانت الضغوط السياسية تعمل على جعل البرامج أكثر سخاءً : ليس للأجيال القادمة صوت حول مثل هذه الإجراءات ، تعود الآن إلى جحرها للاسترخاء وربما النوم الطويل . تواجه الحكومات بين اختيارين كلاهما مر : تخفيض المزايا ( على سبيل المثال ، يرفع سن الإحالة إلى التقاعد ) أو زيادة المساهمات ( الضرائب ) . كلا البدلين غير مقبول سياسياً .

بسبب مشكلات الضمان الاجتماعي تتطلع الحكومات بصورة متزايدة إلى التكنولوجيا البديلة ، لتوفير دخل ترك العمل ( الاعتزال ) – التوفير . في بعض البلدان مثل اليابان والولايات المتحدة ، قد يختار المشاركون في خطط المعاشات الخاصة القائمة على الادخار الخروج ولو جزئياً من نظام الضمان الاجتماعي . حدث هذا بالفعل في بعض بلدان أمريكا اللاتينية مثل شيلي والأرجنتين . بدأت الحكومة الكندية استثمار جزء من مساهمات الضمان الاجتماعي في سوق الأسهم في عام 1998 . خصصت السويد جزئياً نظام ضمانها الاجتماعي في عام 2000 ، وسمحت للمواطنين باستثمار جزء من مساهماتهم في آليات استثمار معتمدة متنوعة .

في بعض البلدان ، دخول السوق الخاص في توفير دخل ثابت للمشاركين في صناديق ادخار معينة عند بلوغهم سن معينة أصبح الآن يحظى بأهمية لافتة . بصفة عامة ، مع تراجع المزايا السخية للضمان

الاجتماعي ، تزداد أهمية الترتيبات الخاصة . ومن ثم ، الترتيبات الخاصة أكثر أهمية في U.S. وبريطانيا منها في اليابان والقارة الأوروبية .  
قبل أن نفحص طبيعة هذه الترتيبات الخاصة ، نحتاج إلى أن نفهم أساسيات التوفير من أجل اعتزال المرء للعمل .

## قضايا في التوفير من أجل الاعتزال ( المعاش )

### *Issues in Saving for Retirement*

يتضمن توفير دخل الاعتزال استناداً إلى الادخار مرحلتين منفصلتين . في المرحلة الأولى – سنوات ما قبل الاعتزال – إنك تجمع تراكميا الأصول . في المرحلة الثانية – ما بعد الاعتزال تحول الأصول المتجمعة تراكميا إلى دخل .

### الخطر والعائد

عند تقرير نوع الأصول المطلوب تجميعها تراكميا ، نتناول الاعتبارات الأمور العادية – العائد ، الخطر والسيولة . في مرحلة التجميع التراكمي ، حيث أنك لا تخطط للاعتماد على هذه الأصول على مدى فترة زمنية طويلة، فإن السيولة ضرورية . اهتماماتك الأساسية تتركز على العائد والخطر .

### أهمية معدل العائد

لأن الادخار من أجل الاعتزال ادخار طويل الأجل ، فإن معدل العائد يهم كثيراً . للتوضيح ، لنفرض أنك تدخر 1.000 دولار سنوياً لمدة 40 عاماً . دعنا نرى كيف تجمع تراكميا ، عند استثمارك في أصول متنوعة .

توضح اللوحة 10 - 1 متوسط عائد الإيراد السنوي على الأنواع المختلفة من الأصول.

كما يمكنك أن ترى ، العائد على الأصول طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات أعلى كثيراً من تلك الأصول قصيرة الأجل مثل أذون الخزانة .

### اللوحة رقم 10 - 1

العائدات السنوية ، 1926 - 1991

الأصول	متوسط العائد الاسمي السنوي %	متوسط العائد الحقيقي السنوي %	الانحراف المعياري للعائد الاسمي السنوي %
الأسهم العادية	12.4	9.2	20.8
سندات الشركة طويلة الأجل	5.7	2.5	8.5
سندات حكومية طويلة الأجل	5.1	1.9	8.6
أذون خزانة U.S.	3.9	0.7	3.4

لنفرض أنك استثمرت مبلغك 1.000 دولار لمدة عام في أذون الخزانة . إن متوسط العائد الحقيقي عليها عبارة عن 7 في المائة . لذلك ، سوف نتوقع أن يكون لديك 46.000 دولار بعد 40 سنة . إذا استثمرتها بدلاً من ذلك في أسهم عادية ، مع متوسط عائد حقيقي سنوي 9.2 في المائة ، سوف نتوقع أن يكون لديك 357.000 دولار .

بصفة عامة ، تقدم الأصول طويلة الأجل معدل عائد أكثر ارتفاعاً . يتجه منحني الناتج العادي إلى الارتفاع . يجعل هنا الأصول طويلة الأجل آلية أكثر جاذبية للتوفير طويل الأجل .

## خطر الاستثمار

قبل أن تضع كل مدخراتك في أسهم ، إلق نظرة أخرى على اللوحة 10-1. الأصول ذات متوسط العائد الأعلى ليس بالضرورة الأفضل . كما يمكنك أن ترى ، يوجد مع متوسط العائد الأعلى ، معدل خطر أعلى ( يظهر بوضوح في الانحراف المعياري ) .

الخطر بأن العائد على مدخراتك سوف يكون أقل مما قد توقعت ، وأن معاشك بعد الاعتزال سوف يكون بالتالي أقل يسمى خطر الاستثمار . سوف يكون عليك أن تقرر كم سوف تكون على استعداد لتحمل خطر الاستثمار .

أحد أنواع خطر الاستثمار ذات الأهمية البالغة بصفة خاصة للمدخر طويل الأجل يتمثل في خطر التضخم . يمكن أن تتغير معدلات التضخم جذرياً على مدى الفترة الطويلة التي يستغرقها ادخار الاعتزال . الضربة التي يمكن أن تكون موجعة من التضخم تظهر في قيمة أصولك المتجمعة تراكمياً . إنها تخفض أيضاً جذرياً القيمة الحقيقية للدخل الذي يمكن أن تشتق من هذه الأصول .

## الخطر المعمر

لنفرض أن ادخار اعتزالك قد كان ناجحاً ، وأنت قد أصبحت تحظى بخميرة إدارات لافئة . مخاوفك الآن بعيدة عن أي أنواع النهاية . حيث أنك تتوقع أن تعيش على أصولك على مدى سنوات قادمة ، فإنك يجب أن تقلق مرة أخرى حول العائد وخطر الاستثمار . يجب أيضاً أن تقلق حول نوع آخر من الخطر – الخطر المعمر . يتمثل هذا الخطر في أنك سوف تعيش إلى سنوات تتجاوز المألوف – أن مدخراتك سوف تتبخر قبل أن توافيك المنية .

## كيف يمكن أن يساعد النظام المالي *How The Financial System Can Help*

مبدئياً ، تستطيع التوفير لاعتزالك بشراء أوراق مالية طويلة الأجل بنفسك . ومع ذلك ، توجد أسباب قوية للاعتماد على المؤسسات المالية الوسيطة . يتضمن توفير دخل الاعتزال (المعاش) عن طريق القطاع الخاص مؤسسات مالية متنوعة . في الولايات المتحدة ، أكثر هذه المؤسسات أهمية : خطط المعاشات تحت رعاية وتمويل أصحاب الأعمال ، صناديق الأموال المتبادلة، وشركات التأمين على الحياة .

### اقتصاديات الحجم ، التجميع التراكمي وتحمل الخطر

لدى المؤسسات الوسيطة طويلة الأجل كل المزايا المعيارية للمؤسسات الوسيطة بصفة عامة . كما رأينا في الفصل الثاني ، يحقق التفويض في الاستثمار إلى المؤسسات المالية الوسيطة اقتصاديات الحجم في الاستثمار . إن تجميع وتشغيل المعلومات المتعلقة باستثمار 1 بليون دولار ليست أكبر كثيراً من تلك المتعلقة باستثمار 100.000 دولار . تقدم أيضا المؤسسات المالية الوسيطة مزايا التجميع التراكمي – تنوع أفضل ، وسيولة أكبر . يضاف إلى ذلك ، تتحمل بعض المؤسسات الوسيطة جزءاً من أو كل خطر الاستثمار الذي يبقى بعد التنوع . إنها تضمن للمدخرين معدل عائد ، وإذا هبط العائد على مدخراتهم عن ذلك المعدل المضمون ، فإنها تعوض الفرق من رأسمالها الخاص . يقلل هذا الترتيب من خطر الاستثمار لدى المدخر . ومع ذلك ، تقدم خطراً إضافياً – الخطر بأن المؤسسة سوف لا تفي بوعودها .

تسمح تكنولوجيا الوساطة المالية بتقديم حالة أخذ وعطاء أفضل للمدخرين بين العائد المتوقع وخطر قدرتها على تحقيقه بنفسها .

## إدارة الاستثمار

يمكن أن يكون تفويض الاستثمار إلى المؤسسات الوسيطة أكثر ميزة ، إذا كانت هذه المؤسسات أكثر نجاحا من المستثمر الفرد العادي في إدارة استثماراتها .

يمكن أن تأخذ إدارة الاستثمار شكل التجارة النشيطة في الأوراق المالية اخاصة للتعامل بصورة علنية في محاولة " لالتقاط الربحين " . الرأي الأكاديمي يشكك في قيمة القيام بهذه . من الصعب أن تهزم السوق بالاعتماد فقط على المعلومات المتاحة علناً . تفشل الدراسات الإحصائية بصفة عامة في تحقيق أي تحسين في العائد ، بعد التكيف مع الحظر المتزايد، كنتيجة للمضاربة النشيطة . إذا سحبت أتعاب الإدارة ، فإن العائد من الإدارة النشيطة يصبح سلبياً بصفة عامة . يبدو أن الاستراتيجية المثلى مع الأوراق المالية المتداولة علناً تتمثل في التعامل السلبي : اشتر حافظة السوق ( للتنوع ) واحتفظ بها .

يمكن أن تعني إدارة الاستثمار أكثر من مجرد المضاربة العلنية في الأوراق المالية . إنها تعني التدخل النشط في إدارة الشركات المضاربة علناً لتحسين العائد على أوراقها المالية التي ليست متاحة بسهولة للمستثمر الفرد — على سبيل المثال ، الاستثمار في الشركات غير المتداولة بصورة علنية أو في العقارات . ليس هناك سبب للاعتقاد بأن هذه الأنواع الأخرى في إدارة الاستثمار لا يمكن أن تكون مثمرة .

## التعامل مع الخطر المعمر

تستطيع المؤسسات الوسيطة أن تخاطب الخطر المعمر بطريقة لا يستطيعها الفرد بمفرده . كما رأينا في الفصل التاسع ، الآلية الأساسية للتعامل مع الخطر المعمر تتمثل في تأمين الدفعات السنوية . يعتمد هذا على شكل من أشكال التجميع التراكمي . توضع مدخرات أفراد كثيرين في وعاء ادخاري واحد ، وكل عضو في الوعاء الادخاري يضمن دخلاً مدى الحياة . بينما وقت وفاة أي فرد غير مؤكد ، فإن المعدل الذي يتوفى عند بلوغه أعضاء وعاء الادخار الكبير ، يكون قابلاً للتوقع بدرجة معقولة إلى حد كبير . يمكن هذا المؤسسة الوسيطة من ضمان دخل سنوي للمشارك مدى حياته ، بأقل خطر محتمل لها . بينما قد يعمر بعض المشاركين فإن الكثيرين سوف يموتون مبكراً .

ومع ذلك ، كما رأينا أيضاً في الفصل التاسع ، توجد مشكلة مع تأمين الدفعة الواحدة – الاختيار المضاد . تأمين الدفعة الواحدة أكثر جاذبية لأولئك الذين في صحة جيدة ، والذين يتوقعون أن يعيشوا عمراً أطول . لذلك ، الأفراد الأصحاء فقط هم الذين يشترون وثيقة الدفعة الواحدة . حيث الإيراد الموعود به يميل إلى أن يكون منخفضاً .

يتمثل حل هذه المشكلة في جعل الدفعة الواحدة إجبارياً . حولت معظم شركات التأمين منتجات معاشات الاعتزال ألياً إلى تأمين الدفعة الواحدة . حيث أنك اشتريت المنتج عندما كنت نسبياً شاباً ، وكانت معلوماتك ليست كثيرة حول كيف يمكن أن تكون عليه صحتك عندما تعتزل ، حينئذ الفسحة ضئيلة جداً أمام الاختيار المضاد . معظم خطط المعاشات إجبارية بالنسبة لكل العاملين في الشركة الخاضعة لمثل هذه البرامج ، والكثير أيضاً يقدم مزايا في شكل الدفعة الواحدة فقط . حيث لا يوجد اختيار ، لا يوجد

اختيار مضاد . تعتبر برامج الضمان الاجتماعي الأكثر نجاحاً في تفادي الاختيار المضاد . كل العاملين في المجتمع مطلوب منهم أن يشاركوا ، والمزايا تدفع فقط كدفعة واحدة .

## المزايا الضرائبية

يمكن أن تغير الضرائب الجاذبية النسبية لأنواع مختلفة من الاستثمار . معدل العائد الذي يهمك هو ذلك الذي تتسلمه بالفعل – عائد الإيراد بعد الضرائب . لكي ترى كيف تؤثر المعالجة الضرائبية على العائدات النسبية ، دعنا ندرس مثلاً وضع على أساس قانون ضرائب U.S. . لنفرض أن لديك 1.000 دولار دخل ما قبل الضرائب تريد أن تستثمرها في وعاء ادخار لمدة 40 عاماً إلى أن تعزل . معدل شريحتك الضرائبية 30 في المائة . انطلاقاً من تقييم الخطر والعائد تريد أن تستثمر الأموال في سندات طويلة الأجل . والتي عاندها حالياً 8 في المائة .

من وجهة نظر مضامين الضرائب ، توجد ثلاث طرق مختلفة يمكنك السير فيها : (1) تستثمر بنفسك مباشرة (2) تستثمر في وثيقة تأمين على الحياة ، وتطلب من شركة التأمين أن تضعها في صورة سندات (3) تستثمر في صندوق أموال معاشات ، يستثمر أساساً في سندات .

عندما تستثمر بنفسك مباشرة . عندما تتسلم هذا المبلغ 1.000 في دخل ما قبل الضرائب ، يجب أن تدفع 30 في المائة منه للضرائب . يترك لك هذا 700 دولار . تستثمر هذا في سندات أو في سندات صندوق أموال تبادلي\* .

---

\* – تجاهلنا هنا الفرق في العائد بسبب الفرق في تكاليف العمليات لهذين البديلين .

في كل عام يجب أن تدفع ضرائب على إيرادات السندات بنسبة 8 في المائة. لذلك ، بعد الضرائب سوف يكون إيرادك :

$$( 1 - 30.0 ) \times 8 \% = 5.6 \% \text{ على استثمارك}$$

بعد 40 سنة ، بفرض أنك تعيد استثمار الفائدة المتراكمة بنفس السعر ، سوف يكون لديك

$$700 \times ( 1.056 )^{40} = 6.190 \text{ دولار}$$

وحيث أنك قد دفعت ضرائب على كل دخل قد حصلت عليه في حينه ، فسوف لا تكون مديناً بأية ضرائب على المبلغ النهائي .

التأمين على الحياة . بدلاً من أن تستثمر بنفسك مبلغ 700 دولار يمكنك أن تضعه في وثيقة تأمين على الحياة . حتى لو شركة التأمين على الحياة تستثمر الأموال في نفس الحافظة التي بها سندات 8 في المائة ، عائدك سوف يختلف .

السبب في ذلك أن ضريبة الفائدة التي يحققها مبلغك 700 دولار " تُوَجَّل " إلى أن يتحقق الاستثمار . لست ملزماً بأن تدفع ضريبة عليها إلى أن تتسلمها بالفعل . يحدث هذا فرقاً كبيراً . لأنك لا تدفع ضرائب على الفائدة عندما تتحقق ، فإن مدخراتك تتراكم بسعر 8 في المائة بدلاً من 5.6 في المائة بعد 40 سنة ، سوف يكون لديك .

$$700 \times ( 1.08 )^{40} = 15.207 \text{ دولار}$$

عندما يدفع لك هذا المبلغ سوف تدفع ضريبة على الفائدة المتراكمة ، ولكن ليس على المبلغ الأصلي ( لقد دفعت عليه ضرائب بالفعل ) . بفرض أن سعر ضريبتك الحدية لا يزال 30 في المائة ، سوف تحصل على المبلغ التالي بعد الضرائب .

$$( 700 - 15.207 ) \times 0.70 + 700 = 10.855 \text{ دولار} .$$

إذا كان هامش سعر ضريبتك منخفضاً عند اعتزالك ، لأن دخلك يصبح أقل، فإن ميزة تأجيل الضريبة سوف تكون نتيجة لذلك أكبر .  
صناديق المعاشات . لنفرض أنه بدلاً من أن يعطيك رب العمل مبلغ 1.000 دولار كدخل قد وضعه مباشرة في صندوق أموال المعاشات . الضريبة على مثل هذه المساهمات مؤجلة ، لذلك إجمالي مبلغ 1.000 دولار يعتبر مستثمراً . كما هو الحال مع وثيقة التأمين على الحياة تؤجل الضريبة على الفائدة المحققة من الاستثمار . لذلك سوف تكسب إجمالي العائد 8 في المائة على إجمالي المبلغ 1.000 دولار . لذلك بعد 40 سنة ، سوف يكون لديك

$$1.000 \times (1.08)^{40} = 21.725 \text{ دولار}$$

وحيث أنك لم تدفع ضرائب سواء على المبلغ الأصلي أو الفائدة ، فإن إجمالي المبلغ خاضع الضريبة عند استلامه . بعد الضريبة ، سوف يكون لديك

$$21.725 \times 0.70 = 15.207 \text{ دولار}$$

مرة أخرى ، إذا كان هامش سعر ضريبتك منخفضاً عند اعتزالك ، فإن ميزة تأجيل الضريبة ، سوف تكون أكبر\* .

إذا أخذنا هذه الأرقام في الاعتبار، لماذا سوف يستثمر أي فرد في أي شيء غير صناديق المعاشات ؟ يوجد سببان . الأول ، أن قانون الضرائب يحدد المبلغ الذي تستثمره في صندوق المعاشات . إذا أردت أن تدخر أكثر ، يجب أن تختار وعاء ادخاري آخر . السبب الثاني أن الضرائب

---

\* - لاحظ أن مبلغ ما بعد الضرائب هنا هو نفسه مبلغ ما بعد الضرائب في حالة التأمين على الحياة .  
الضرائب المؤجلة في هذه الحالة تساوي دفع ضريبة مباشرة على الأصل ، ولكن بعد ذلك تكسب إعفاء ضريبي 8 في المائة على المبلغ المؤجل .

المؤجلة على الإذخارات هي نسبيا غير سائلة . إذا سحبت مدخراتك ، قبل أن تصل إلى عمر معين أن تدفع ضريبة ذات غرامة بنسبة 10 في المائة بالإضافة إلى الضريبة العادية على الدخل .

بعد أن راجعنا الاعتبارات التي يتضمنها توفير الاعتزال ، نحن جاهزون لدراسة خطط وصناديق المعاشات .

## خطط المعاشات

### *Pension Plans*

لقد نمت صناديق المعاش بسرعة لتصبح الآلية الأساسية لادخار الاعتزال . قبل أن نتناول كيف ولماذا حدث هذا ، نحتاج إلى التعرف على بعض المصطلحات المرتبطة بالموضوع .

خطة المعاش : اتفاق لتوفير دخل للمشاركين عند اعتزالهم . أساساً تخضع خطط المعاش لرعاية وائتمان أصحاب الأعمال . في هذه الحالة يقال أن الخطة غير ممولة . على الجانب الآخر ، المزاي المالية التي تعد بها الخطة قد تؤمنها أصول مخصصة أساساً لذلك الغرض . إذا كان هذا كذلك ، يقال أن الخطة ممولة . ينشئ الممول صندوقاً ويساهم فيه سنة بعد أخرى عندما تستحق الفوائد . المؤسسة المالية الوسيطة التي تدير الأصول وتدفع الفوائد تسمى صندوق المعاش أو التقاعد .

## تطور خطط المعاش

في الولايات المتحدة ، أنشئت أول خطط للمعاش في نهاية القرن التاسع عشر بواسطة السكك الحديدية بصفقتها أكبر أصحاب العمل على المستوى القومي .

أنشأت شركة أمريكان أكسبريس الخطة الأكثر تَبْكِيراً في عام 1875 ، التي كانت حينئذ على صلة وثيقة بالسكك الحديدية . نما عدد الخطط ببطء حتى بداية القرن العشرين ، ثم انطلق بعد ذلك . بحلول عام 1929 ، كان هناك 397 خطة يمولها أصحاب الأعمال ، و 13 أخرى تمولها الاتحادات العمالية وجميعها تغطي تقريبا 4 مليون عامل .

كانت خطط أصحاب الأعمال المبكرة غالباً غير رسمية . منح المعاش وحجمه كان يحدده إلى حد كبير صاحب العمل ، اعتاد أصحاب الأعمال استخدام المزايا المالية للمعاشات ، كآلية انضباط بصورة صريحة تماماً : تصرف بحكمة وسوف نعطيك معاشاً جيداً . ولذلك عارضت الاتحادات العمالية بشدة الخطط التي يمولها أصحاب الأعمال . بدلاً من ذلك ، مولت الاتحادات خطط معاشات خاصة بهم ، وأقنعت الحكومة بإنشاء خطط تقوم بتمويلها .

كل من خطط معاشات أصحاب الأعمال أو الاتحادات العمالية لم تكن ممولة بصفة عامة . في عام 1929 ، كانت الخطط القليلة الممولة لا تزيد أصولها عن 500 مليون دولار . حيث وجدت الاحتياطات ، لم تكن تجنب بعيداً عن أصول الممول . غالباً كانت احتياطات الصندوق تستثمر في أسهم أو سندات الممول .

فشلت خطط المعاشات أثناء الكساد الكبير . ليس مستغرباً أن الكثير من خطط المعاشات فشلت أثناء فترة الكساد . في بعض الحالات ، كان الممولون غير قادرين على الوفاء بالتسديدات المطلوبة وأنهوا الخطط . في حالات أخرى ، أفلس الممولون أنفسهم .

أدى الانهيار على نطاق واسع لخطط المعاشات إلى زيادة التشريعات المنظمة ، التي سوف نناقشها حالاً . لقد كانت أيضاً عاملاً جوهرياً في تدخل الحكومة لإنشاء خطط معاشات ممولة – الضمان الاجتماعي .

القليل من خطط المعاشات الخاصة ، كانت عن طريق شركات التأمين على الحياة . يعني هذا أن يدفع الممول أقساطاً إلى شركة التأمين على الحياة في مقابل مجموعة من الدفعات السنوية التي تدفع إلى المشاركين عند اعتزالهم العمل . مثل هذه الخطط المؤمنة تعرضت للقليل من حالات الاعسار ، ولذلك استعادت شعبيتها بسرعة خلال عقد الثلاثينيات ( 1930 ) .

توسّع خلال الحرب العالمية الثانية . ترتب على الحرب العالمية الثانية توسع كبير في خطط المعاشات . بينما كانت العمالة نادرة فرضت الحكومة رقابة على الأرباح جعلت من المستحيل على الشركات أن تتنافس من أجل العاملين بعرض أجور أعلى . لم تمتد الرقابة إلى المزايا البعيدة عن الأجور ، ولذلك نافست الشركات ، بعرض مزايا أفضل وخاصة المعاشات .

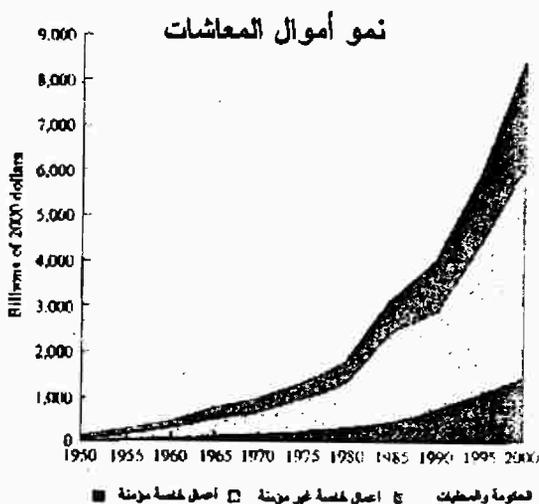
في نفس الوقت الضريبة الإضافية الثقيلة على أرباح الشركات جعلت تمويل التزامات المعاش أكثر جاذبية . تستطيع الشركة أن تدفع مزايا المعاش التي وعدت بها إما مباشرة عن طريق تمويلها ، أو فيما بعد عندما تصبح مستحقة ، وفي كلتا الحالتين التكاليف مؤجلة . جعلت الضريبة المؤقتة على الأرباح والتي وصلت إلى 80 في المائة التمويل المباشر البديل الأكثر جاذبية ، لأن ذلك جعل توفير الضرائب نتيجة التمويل المباشر أكبر منه في حالة التمويل المؤجل .

هذه الحوافز اجتمعت لكي تنتج زيادة ضخمة في خطط المعاش الممولة والمدارة ذاتياً . بحلول عام 1945 غطت خطط المعاش الخاصة 6.4 مليون عامل ، بزيادة 50 في المائة عن عام 1940 .

في عام 1949 ، أصدرت المحكمة العليا في الولايات المتحدة حكماً بأن المعاشات جزء تشريعي من المساومة الجماعية . نتيجة لهذا الحكم ، أصبحت مزايا المعاش جزءاً مهماً من مقومات عقد العمل . في عام 1950 ، وافقت شركة جنرال موتورز مع اتحاد عمال السيارات على خطة للمعاشات تمول من حافظت أسهم متنوعة . أصبحت هذه الخطة نموذجاً للكثير من الاتفاقيات ، وفي خلال سنة ظهر 8.000 خطة مماثلة تقريباً .

النمو منذ الحرب العالمية الثانية . قد استمر نمو خطط المعاشات بإيقاع سريع منذ الحرب العالمية الثانية . بحلول عام 1975 ، ارتفعت نسبة العمالة الخاصة التي تغطيها خطط المعاشات إلى أكثر من النصف ، و قد استثمرت عند هذا المستوى ( انظر اللوحة 10 - 5 ) . يضاف إلى ذلك ، تقريباً كل العاملين في الحكومة تغطيهم خطط معاش . على الرغم من أن التغطية لم تزد منذ منتصف السبعينيات ( 1970 ) ، فإن أصول تمويل المعاشات قد استمرت ، مع ذلك ، في النمو بسرعة ( انظر اللوحة 10 - 2 ) . قد جاء النمو من المساهمات المتزايدة ، وتقييم الأصول أكثر من التغطية المتزايدة .

### لوحة 10 - 2



Source: Trends in Pensions : المصدر

لماذا يمول أصحاب العمل خطط المعاشات ؟ قبل أن نفحص الأنواع المختلفة من خطط المعاش وكيف تعمل ، نحتاج إلى سؤال محوري : لماذا يجد العاملون والشركات أنه من المفيد الدخول في هذا النوع من الترتيب ؟ لقد رأينا أن خطط المعاش تخدم حاجات العاملين بتزويدهم بآلية الادخار من أجل الاعتزال . ولكن كيف تخدم خطط المعاش حاجات الشركة التي تمولها ؟ إذا لم تكن كذلك ، من الصعب تصور كيف استطاعت خطط المعاش أن يصبح له وجود ملموس . بالطبع ، لخطط المعاش اليوم مزايا ضرائبية كبيرة . ولكن خطط المعاش وجدت قبل أن توجد المزايا الضرائبية بفترة طويلة .

الطرق البديلة لتنظيم ادخار الاعتزال . دعنا نبدأ بدراسة ثلاث بدائل لتنظيم ادخار الاعتزال :

- تدفع الشركة ( أ ) لعمالها 40.000 دولار في السنة ، وتقطع 10 في المائة مساهمة معاش من أجورهم .
- تدفع الشركة ( ب ) لعمالها 36.000 دولار وتعد بمزايا معاش لها قيمة حالية 4.000 دولار .
- الشركة ( ج ) تدفع لعمالها 40.000 دولار وتدعهم يعتنون بإدخارات اعتزالهم بأنفسهم.

الشركة ( أ ) ، ( ب ) لديهما خطط معاش ؛ الشركة ( ج ) ليس لديها خطط معاش . يدفع عمال الشركة ( أ ) مساهمات في خطة معاشهم . يدفع عمال الشركة ( ب ) مساهمات ضمنية . من وجهة نظر كل من العمال والشركات الترتيبات في الشركة ( أ ) و الشركة ( ب ) متساوية على وجه واضح . في كلتا الحالتين يتسلم العمال تعويضاً يساوي 40.000 دولار ، في كلتا الحالتين يكلف العمال الشركة 40.000 دولار سنوياً .

ما المزايا ، إذا كانت موجودة ، تتعلق بالترتيبات التي تجربها الشركتين أ ، ب ، وغير موجودة لدى الشركة ( ج ) ؟ لماذا يجب أن يعمل أصحاب الأعمال ( الشركات ) كمؤسسات مالية وسيطة ، بدلاً من ترك هذا الدور إلى المؤسسات المتخصصة ؟

خطط المعاشات مسند أداء . كما قد رأينا ، يمكن أن تستخدم الشركة خطة المعاش كآلية تحفيز . لأن التعويض المالي المتجسد في مزايا المعاش مؤجل يعمل المعاش كوثيقة أداء يرسلها العامل . يشجع الفقد المحتمل للمزايا العامل على الأداء الجيد ، وتثنيهم عن ترك الشركة .

يوافق العمال على هذه الترتيبات لأنها تزيد من تعويضاتهم . وجود سند الأداء يزيد إنتاجية العاملين ، وحينئذ يكون أصحاب الأعمال على استعداد لمنحهم المزيد . على سبيل المثال ، لنفرض أن إنتاجية العاملين في غياب خطة المعاش تبرر التعويض السنوي ( الدفعة الواحدة ) 37.000 دولار . افرض أيضا ، أن تأثير تحفيز خطة المعاشات - انضباط أفضل ، عمل أكثر التزاماً ، ومعدل دوران أقل ، تزيد الإنتاجية إلى حد أنها تبرر التعويض السنوي إلى 40.000 دولار . حينئذ كل من الترتيبات في الشركة ( أ ) أو ( ب ) سوف تتجح . ومع ذلك ، سوف لا يتحقق هذا النجاح في الشركة ( ج ) : سوف تكون إنتاجية العاملين بدون خطة المعاشات منخفضة إلى حد أنها لا تبرر مستوى التعويض .

يمكن أن يكون لخطة المعاش تأثيرات تحفيز أخرى ، والتي يمكن أن تكون ذات قيمة للممول . يمكن تصميمها لتوفير تحفيز للعاملين لكي يعتزلوا في العمر الذي يتفق مع مصلحة صاحب العمل\* . بالإضافة إلى ذلك ،

\* - قد أصبح هذا مهما بصفة خاصة ، بعد أن أصبح الاعتزال الإجمالي غير قانوني .

الشركة التي لديها سمعة طيبة للعناية بأفرادها ، فسوف تجد أنه من السهل استقطاب الأفراد ذوي الصفات الجيدة ، وبالتالي تحفيزهم .

مهمتنا التالية أن نفهم أنواع الخطط المختلفة – خطط المعاشات – وكيف تختلف . يوجد نوعان أساسيان – خطط ذات مزايا محددة ، وخطط ذات مساهمة محددة .

### خطط ذات مزايا محددة

طبقاً للخطط ذات المزايا المحددة ، يعد الممول المشاركون بمستوى معين من المزايا عندما يعتزلون . يعتمد هذا المستوى نمطياً على عدد سنوات العمل التي يقضيها الفرد لدى الشركة ، وعلى أجر العامل في السنوات الأخيرة من اعتزاله . تأخذ الخطط المتكاملة في اعتبارها أيضاً ، مزايا الضمان الاجتماعي للمعتزل .

معادلة المزايا . تتحدد المزايا نمطياً بمعادلة المزايا ، كالاتي :

[ 10.1 ]

دفعة المعاش السنوية = (0.02 من أجر السنة الأخيرة × سنوات الخدمة) - 0.5 × مزايا الضمان الاجتماعي على سبيل المثال ، لنفرض أنك اعتزلت العمل بهذه الشركة بعد 40 سنة خدمة ، وبأجر سنوي 50.000 دولار ، وأنت تستحق 12.000 دولار ضمان اجتماعي سنوياً . سوف يكون معاشك :

$$34.000 = ( 12.000 \times 0.5 ) - 40 \times 50.000 \times 0.02$$

في الخطة ذات المزايا المحددة ، لا تواجه أي خطر استثمار . يضمن الممول مستوى معين من المزايا . تلبية هذا الالتزام يقع كلية على عاتق صاحب العمل . ومع ذلك ، يمكنك أن تواجه أخطاراً أخرى . قد تخسر المعاش إذا تركت الوظيفة ( من تلقاء نفسك ، أو لأسباب أخرى ) . أو أن

الممول ( صاحب العمل ) قد لا يفِي بوعوده ، تاركاً إياك بلا معاش اعتزال .  
دعنا ننظر إلى هذه الأخطار بعمق أكثر .

الحماية ضد خطر التضخم . اعتادت معادلة المزايا أن تؤسس على متوسط أجر العامل خلال إجمالي مدة خدمته . في أوقات التضخم ، استخدام متوسط الأجر في المعادلة ، يؤدي إلى تخفيض القيمة الحقيقية للدفعة السنوية .

لكي ترى لماذا ، لنفرض أنه في المثال السابق ، أن التضخم على مدى 40 سنة كان 4 في المائة في المتوسط ، وأن الأجر الحقيقي السنوي لم يتغير طوال مدة الخدمة . حينئذ يكون أجرك قد بدأ بمبلغ 11.000 دولار (يعادل هذا 50.000 دولاراً اليوم ) . يصل متوسط أجرك على مدى سنوات خدمتك إلى 26.000 دولار . في حالة ارتفاع معدل التضخم على مدى 40 سنة ، سوف ينخفض المتوسط ، وبالتالي مبلغ الدفعة السنوية في المعاش .

في التضخم في عقد السبعينيات ( 1970 ) ، غيرت معظم خطط المعاشات معادلة حساب المزايا لكي تؤسس على الأجر خلال السنة الأخيرة أو السنوات الأخيرة . لهذا تأثير حماية المشاركين ضد أخطار التضخم التي تحدث حتى تاريخ اعتزالهم . عندما يزداد الأجر مع التضخم ( الأجر الحقيقي لم يتغير ) ، حينئذ مهما كان مستوى التضخم ، فإن قيمة الدفعة السنوية للمعاش سوف تبقى كما هي من منظور القيمة الحقيقية .

حيث أن حجم القيمة السنوية ثابت عند وقت الاعتزال ، فلا توجد حماية صريحة ضد التضخم " بعد " الاعتزال . ومع ذلك ، يوجد بعض الحماية الضمنية . لقد تطوع الممولون في الماضي ، بزيادة الدفعات السنوية للتعويض ، على الأكل ، جزئياً ، في حالة التضخم السريع .

في بعض البلدان ، مثل بريطانيا ، المعاشات الخاصة ارتبطت صراحة بمؤشرات التضخم . في بلدان أخرى ، مثل كندا ، ألمانيا ، واليابان ، لا توجد مؤشرات سواء صراحة أو ضمناً .

المكاسب المقررة والقابلة للحمل . خطط المعاشات لها قواعد تتعلق بالمكاسب المقررة ، والتي تقرر حَقك في معاش إذا تركت العمل . تختلف القواعد من خطة إلى خطة . يطلق على الترتيب العام " المكاسب الوعرة " . على سبيل المثال ، إذا تركت الوظيفة بعد أقل من 5 سنوات في الخدمة فإنك تفقد كل حقوقك في المعاش . إذا تركت بعد أكثر من 5 سنوات ، فإن من حَقك أن تستلم عند ترك الخدمة كل المزايا المحسوبة طبقاً للمعادلة [ 10.1 ] .

لاحظ أن " أجر السنة الأخيرة " الآن ، يعني السنة الأخيرة قبل ترك الوظيفة ، بدلاً من السنة الأخيرة قبل الاعتزال . ومن ثم ، فإن الحقوق المكتسبة المبكرة لا تلغي قيمة خطة المعاش باعتبارها " سند أداء " . يصدق هذا بصفة خاصة إذا كان هناك تضخم .

على سبيل المثال ، لقد تركت العمل بعد 20 سنة خدمة ، ولكن 20 سنة قبل عمر الاعتزال بأجر سنوي 30.000 دولار . إذا كان التضخم 4 في المائة سنوياً ، فإن أجر السنة الأخيرة المستخدم في حساب مزاياك التأمينية يمكن أن يكون في ضوء القيمة الحقيقية :

$$= \frac{30.000}{(1.04)^{20}} = 13.690 \text{ دولار}$$

في قطاع الصناعة ، حيث ينتقل الأفراد بصورة متكررة من صاحب عمل إلى آخر ، من المهم أن يكونوا قادرين على الاحتفاظ بحقوقهم المكتسبة في خطة المعاش . إحدى طرق ترتيب هذا أن يكون المعاش ممولاً من الاتحاد المهني . هذا الترتيب شائع في صناعات مثل الحاويات ، مع التحرك إلى عدد قليل من الشركات والوظيفة الرئيسية . إذا كانت حقوق المعاش يمكن أن

تتقل بسهولة من وظيفة إلى أخرى ، ومن شركة إلى أخرى توصف بأنها " قابلة للنقل " .

التمويل . يعتمد خطر عدم الوفاء في خطة المزايا المحددة على درجة التمويل والضمانات الخارجية . إذا كانت قيمة الأموال تساوي إجمالي القيمة الحالية للمزايا المستحقة للمشاركين ، فإنه يقال أن الخطة " ممولة بالكامل " . إذا كانت قيمة الأموال أقل من هذا ، يقال أن الخطة " تحت مستوى التمويل " إذا كانت أكثر ، فالخطة " أعلى من مستوى التمويل " .

عندما تكون الخطة تحت مستوى التمويل ، فإن العاملين يرتبون قرضاً ضمنياً للممول . إنهم يقرضون الممول ذلك الجزء من تعويضهم ، الذي سوف يساهم في تمويل المعاش . هذا الإقراض الضمني يحول على إقراض صريح في ألمانيا .

هناك ، يطلب من أصحاب الأعمال أن يدونوا في دفاترهم المحاسبية التزاماتهم في خطة المعاش على كشوف ميزانياتهم في بند تالي لمديونية الشركة مثل قروض مصرفية أو إصدارات سندية .

لا تؤثر درجة تمويل خطة المزايا المحددة على إلتزامات الممول لتوفير المزايا الموعودة . إذا كانت استثمارات الأموال ضعيفة ، وثبت عدم كفايتها لتغطية التزامات المعاش ، يجب أن يعوض الممول الفرق . إذا كانت مخرجات الاستثمار جيدة ويوجد فائض ، فإنه يصبح ملكاً للممول .

في حالة غياب الضمانات الخارجية ، يوفر صندوق الأموال بعض التأكيد بأن المزايا الموعودة ، سوف يتم الوفاء بها بحق ، حتى إذا كان الممول يمر بصعوبات مالية . مزايا التمويل بالنسبة للأفراد المشاركين في الخطة متشعبة إلى حد كبير : إنها تخفض تعرضهم إلى خطر انقراض الممول

تحديداً . عندما يكون هناك ضمانات خارجية - كتلك الموجودة في U.S. في حالة خطط المزايا المحددة - فإن خسائر التمويل تنحصر في الضمان . خطط المعاشات العامة أساساً غير ممولة . وبالتالي ، فإن المزايا الموعودة ليس لها تأثير مباشر على ميزانيات الحكومة . يجعل هذا زيادة مزايا المعاشات لعمال الحكومة أكثر جاذبية وتقبلاً بالنسبة للمشرعين منها في حالة زيادة الأجور . نتيجة لذلك ، تميل خطط المعاشات العامة إلى أن تكون أكثر سخاءاً مقارنة بخطط القطاع الخاص .

### خطط المساهمة المحددة

استناداً إلى خطة المساهمة المحددة يكون لكل مشارك ( عامل ) حساب يضع فيه الممول ( صاحب العمل ) مبلغاً معيناً سنوياً ( أحياناً يساهم المشاركون أيضاً ) . المساهمة عادة ، عبارة عن نسبة إلى أجر المشارك - على سبيل المثال 10 في المائة . عند الاعتزال ، يدفع المبلغ المتراكم في حساب المشارك ، إما نقداً أو على دفعات .

كيف يمكن مقارنة خطط المزايا المحددة بخطط المساهمة المحددة ؟ من الواضح أن الأخطار في حالة خطة المساهمة المحددة تختلف عنها في حالة خطة المزايا المحددة . مع المساهمة المحددة مستوى دخلك عند الاعتزال غير معروف . إنه يعتمد على مدى جودة استثمار المساهمات . هذا الخطر من الاستثمار تتحمله أنت بالكامل . وأيضاً خطر التضخم . التزام الممول لك ، يتمثل فقط في تسديد مساهمة كما وعد .

على الجانب الآخر ، فإنك لست في حاجة إلى القلق حول عدم التزام الممول . معاشك مضمون طبقاً للأصول التي تجمعت تراكمياً بإسمك عبر السنوات . بالطبع ، استناداً إلى شكل هذه الأصول قد يظل عدم الوفاء

مصدراً للقلق . على سبيل المثال ، إذا استثمرت مساهماتك في عقود استثمار مضمونة مع شركة تأمين على الحياة معينة ، فإن إفلاس شركة التأمين قد يتركك بدون معاش .

أيضاً ، ليس لك أن تقلق حول فقد حقوق معاشك إذا تركت وظيفتك . مع خطة المساهمة المحددة ، الحقوق المكتسبة آتية وأتية . المبلغ المتجمع تراكمياً في حسابك هو ملكك ، وقابل بأن يسدد لك عند ترك العمل . خطة المساهمة المحددة لذلك ، قابلة للنقل بالكامل .

حيث أن خطة المساهمة المحددة لا يمكن أن تعمل كسند أداء بنفس الطريقة كما في حالة خطة المزايا المحددة ، فإنها أساساً من نوع قوانين الضرائب . إذا لم تتمتع خطط المعاش بمزايا ضريبية ، فإنه من الصعب الاعتقاد في أن خطط المساهمة المحددة سوف تستمر قائمة بالإضافة إلى خطة المساهمة المحددة يوجد بعض التباينات المهمة.

خطة 401 ( K ) . شكل من أشكال خطة المساهمة المحددة ذات الشعبية المتزايدة سميت باسم قسم في قانون الإيرادات الداخلية " الذي صرح بها ونظمها . تسمح هذه الخطط تطوعياً ، بالمساهمات مؤجلة الضرائب من جانب المشارك .

تفاصيل خطط 401 ( K ) تختلف على نطاق واسع . في بعض الحالات يرتب أصحاب الأعمال مساهمتهم بصورة مستقلة عن مساهمة المشاركين التطوعية ، وفي حالات أخرى تساهم أصحاب الأعمال أو ترتبط بمساهمة المشاركين . وفي حالات ثالثة لا يرتب أصحاب الأعمال أية مساهمات . في بعض الحالات تكون خطة 401 ( K ) خطة المعاش الوحيدة التي يقدمها صاحب العمل ، وفي البعض الآخر قد تكون مكملة لخطة مساهمة محددة أو خطة ميزة محددة .

خطط المشاركة في الأرباح و ESOPs . في خطط المشاركة في الأرباح بدلاً من وضع مبلغ في حساب كل مشارك ، سوف تشارك الشركة الممولة بجزء من أرباحها . قد تكون المساهمة في شكل نقدي ، أو في شكل أسهم في الشركة . في الأخيرة تسمى الخطة : خطة ملكية العاملين للأسهم Employee Stock Ownership Plan ( ESOP) .

### خطط الرصيد النقدي

النوع الجديد من خطة المعاش يتمثل في " خطة الرصيد النقدي " . إنه يشبه خطة المساهمة المحددة . يتسلم كل عامل " حساب " يضع فيه صاحب العمل مساهماته سنوياً . تتجمع على الحساب تراكمياً الفوائد بسعر محدد ، ويتحول المبلغ النهائي إلى دفعة سنوية عند الاعتزال .

ومع ذلك ، لا توجد حسابات فعلية منفصلة ، كما هو الحال مع خطة المساهمة المحددة . في الواقع " الحساب " فقط مجرد ، " أنا مدين لك IOU " من صاحب العمل ، والرصيد المجتمع مجرد إقرار بقيمة المزايا التي تستحق للعامل . إن خطة الرصيد النقدي مجرد تباين في خطة الميزة المحددة . الفرق الوحيد أن معادلة المزايا لم تعد تطبق استناداً إلى الأجر النهائي ، ولكن بدلاً من ذلك " مساهمات " على مدى إجمالي كل تاريخ مدة خدمة المشارك .

خطة الرصيد النقدي لأنها أقل عبئاً في تطبيقها من خطة المزايا المحددة التقليدية ، فإنها أكثر جاذبية للعاملين الذي يتحولون من وظيفة إلى أخرى .

## إدارة أموال المعاشات

بعض ممولي خطط المعاش يديرون صناديق المعاش الخاصة بهم بأنفسهم . ولكن الأغلبية تعين جهة متخصصة تتولي هذه المهمة نيابة عنهم . يطلق على هذه الجهات الأوصياء أو أمناء الاستثمار . غالباً هؤلاء الأوصياء أو أمناء الاستثمار عبارة عن إدارات ملحقّة بالبنوك التجارية ، شركات التأمين ، أو شركات إدارة الصناديق التبادلية . تستثمر هذه الجهات المساهمات المقدّمة لها من الممولين وتدفع المزايا إلى المشاركين المعتزلين .

مع خطط المزايا المحددة ، تبقى أصول صندوق الأموال ملكاً للممول . يضع الممول سياسة استثمارية عامة - أشياء مثل حافضة التعويض ، العائد المستهدف ، وجودة الأوراق المالية . ومع ذلك يتخذ مدير إدارة الاستثمار القرارات اليومية حول شراء وبيع أصول محددة . بعض الممولين الكبار يقسمون أموال صناديق معاشاتهم بين عدد إدارات استثمار . توجد مزايا في اسناد إدارة الخطة إلى أمناء استثمار في جهة خارجية . أولاً تكاليف العمليات تكون منخفضة . بصفة عامة تملك جهة أمناء الاستثمار خبرة أكبر في العمليات التمويلية ، وتمتلك كل الأفراد والمعدات اللازمة . أيضاً لدي الأمناء خبرة أكبر في التعامل مع المتطلبات اللاتحبة المكثفة التي تفرض على خطط المعاشات .

الميزة الثانية للإدارة الخارجية أنها تدعم مصداقية الخطة . لدي الإدارة المختصة الخارجية مسئولية قانونية في إدارة أموال الصندوق لصالح المشتركين . الافتراض هنا أن مدير الاستثمار الخارجي هنا أكثر مصداقية من ممول الخطة . تجعل المصداقية المدعومة الخطة أكثر جاذبية للمشاركين ، مما يرفع قيمتها لدي الممول باعتبارها جزءاً من حزمة التعويض ( الأجور )

حيث أن المشتركين في خدمة المساهمة المحددة يتحملون خطر الاستثمار ، فإنه يكون لهم فقط بعض الرقابة على كيفية استثمار المساهمات . نمطياً ، تسمح خطط المساهمة المحددة للمشارك أن يقرر كيفية تجزئت المساهمات القائمة بين ، مثلاً أموال سندات ، أموال أسهم ، أو أموال نقدية . إنها قد تسمح أيضاً بتحويل الاستثمارات المتجمعة تراكمياً من نوع ما من الأصول إلى آخر . لقد أدى النمو الحديث في المساهمات المحددة إلى زيادة الطلب على مشورة المشاركين في التخطيط المالي .

### التنظيم اللائحي لخطط المعاشات

خطة المعاش تمثل وعداً . بدلاً من أن تدفع الشركة للعامل نقداً الآن ، فإنها تعد بالسداد بعد الكثير من السنوات في المستقبل . الوعد معقد . مطلوب معلومات وتدريب جوهري لفهم التفاصيل وتقييم قيمتها . قد يكون جزء أو كل الوعد ضمناً ، مما يجعله غير قابل للتفويض الإجمالي لدي المحاكم . الوعد طويل الأجل جداً ، ويستطيع صاحب العمل أن ينكره بطرق عديدة : إنه يستطيع أن ينهي الخطة ، يطرد العاملين قبل تاريخ الاستحقاق ، أو ببساطة لا يفي بما وعد .

تفترض كل هذه العوامل الحاجة إلى بعض الحماية للمستهلك . ومع ذلك ، قبل عام 1974 ، كان تنظيم خطط المعاش لائحياً في أضيق حدوده ، ونتيجة لذلك ، انتشر سوء التطبيق .

### اللوحة رقم 10 - 3

قانون تأمين دخل العامل المتقرب في عام 1974:

- يجب أن يقر الممولون بحقوق المصالح المستحقة للعاملين خلال 10 سنوات .
- يجب أن تلبى الخطط متطلبات التسجيل والشفافية .
- يجب أن يلبى الممولون معايير التمويل .
- لا ينبغي أن يزيد ما يمكن أن يستثمر عن أموال الحافظة في الأوراق المالية للممول عن 10 في المائة .
- يجب أن يلبى أعضاء الاستثمار أموال المحققين بعض معايير الثقة .
- وبصفة خاصة ، إختيار الاستثمارات يجب أن يخضع أساساً إلى تلبية مصالح المشاركين في الخطة .
- يجب أن تستمر في كل الخطة التأمين الفيدرالي .
- أنشئت هيئة ضمان مزايا المصالح لتوفير هذا التأمين .

يلاحظ أن :

النقطة الرابعة ، تمنع الشركات من الالتفاف حول متطلبات التمويل . إن الأموال المستثمرة في الأوراق المالية للممول ، عملياً تعني وجود خطة غير ممولة . كلاهما يعتمد فقط على الالتزام العام للممول .

ERISA . لتناول سوء تطبيق خطة المعلق أصدر الكونغرس في عام 1974 قانون تأمين دخل العامل المتقرب Employee Retirement Income Security Act ( ERISA) ، وأصبح ساري المفعول في يوم العمل من تلك السنة . تظهر بنوده الأساسية في اللوحة 10-3 السابقة . قد أخذت عليه بعض التعديلات التفسيرية منذ ذلك الحين ، كان أكثر أهمية قانون الإصلاح الضريبي ، 1986 .

قوانين المعاش موجهة أساساً إلى خطط الميزة الموحدة في القطاع الخاص . خطط المعاش في الحكومة والقطاع العام مستبعدة . تخضع خطط المساهمة الموحدة فقط إلى عدد قليل من اللوائح التنظيمية . تراقب وزارة العمل التطابق في التنفيذ\* .

تأمين المعاش . أنشأ قانون ERISA " هيئة ضمان مزايا المعاش " لتأمين خطط معاش الميزة الموحدة . إذا لم تفي الخطة بوعودها أو ألغيت ، تضمن هذه الهيئة مزايا المعاش بحد أقصى دفعة سنوية 36.614 دولار في عام 1999 . تغطي الهيئة ما يقرب من ثلث القوى العاملة - حوالي 40 مليون أمريكي . تراقب الهيئة الخطط التي تؤمنها . إذا رأت أن التمويل غير كاف ، فإنها تلغي الخطة ، وتتولى بنفسها إدارتها . قد تضع الهيئة يدها على 30 في المائة من صافي حقوق ملكية الشركة الممولة لتدعيم الخطة غير الممولة . في عام 1996 ، ما يقرب من 80 في المائة من خطط معاش الميزة الموحدة كانت إما خطط ممولة بالكامل أو ممولة بالفائض ( بزيادة 45 في المائة عن عام 1981 ) .

كما في حالة التأمين على الودائع ، فإن التأمين على المعاشات يخلق مشكلة بمجازفة أخلاقية . أن الممول الذي يمر بصعوبة مالية سوف يكون تحت إغراء التمويل الأقل للخطة Underfund وأن يجري استثمارات أكثر خطورة . إذا كان عائد الاستثمارات جيداً فإن المكاسب تعود إلى الممول . إذا لم تكن كذلك ، فإن الخسارة تغطي عن طريق التأمين . عندما يدرك

---

\* لدي وزارة العمل 400 اختصاصي يراقبون أكثر من 900.000 خطة معاش ، وأكثر من 4.5 مليون خطط تأمين صحي وتعويضات عاملين.

المشاركون بأن الخطة مؤمنة ، فإنهم سوف لا يكون لديهم سبب للشعور بالقلق أو مراقبة الممول .

تأثير التنظيم اللاحق على التمويل . تتأثر درجة تمويل التزامات الخطة بشدة من خلال قانون الضرائب . قبل قانون ERISA وجد كثير من الشركات أنه من الأفضل التمويل بالزيادة overfund . تستقطع المساهمات في تمويل المعاش باعتبارها مصروفات ، والإيرادات غير خاضعة للضرائب . ومن ثم ، تستخدم الشركات التمويل الزائد في خطط المزايا المحددة كنوع من الإحتياطي المالي المحمي من الضرائب . تستطيع الشركة التي تمر بحالة عجز في الأموال أن تسحب من الأصول الزائدة في تمويل خطة المعاش على الالتزامات أو حتى إنهاء الخطة ، وفي هذه الحالة تنتقل الأموال الزائدة ألياً إلى الممول .

خُضَّ قانون ERISA إلى حد كبير من جاذبية التمويل بالزيادة . بقي الممولون ملتزمين بتعويض أي عجز في خطط المعاش ، ولكن أصبح من الصعب كثيراً الاستفادة في حالة زيادة الأصول المالية على الالتزامات المتجمعة تراكمياً في الخطة . كان التمويل بالزيادة مفيداً صراحة تطبيقاً لقانون الإصلاح الضريبي عام 1986 ، والذي وضع سقفاً لاستقطاع الأموال عند 150 في المائة من الالتزامات الجارية .

في بعض البلدان الأخرى ، تدعم الاعتبارات الضرائبية التمويل بالعجز ، بدلاً من التمويل بالزيادة . في ألمانيا ، على سبيل المثال ، مساهمات صاحب العمل في تمويل المعاش ، قابلة للاستقطاع من الممول نفسه ، ولكنها خاضعة للضرائب بالنسبة للعامل . مثلاً ، تساهم BMW بما قيمته 4.000 دولار لتمويل خطتها في المعاش لتغطية المزايا المستحقة للعاملة Ulriche . تستطيع BMW أن تخفض المبلغ 4.000 كمصروف ،

ولكن Ulriche يجب أن تدفع ضرائب على هذا المبلغ عندما تتسلمه نقداً . إذا لم تكن شركة BMW قد مولت التزامها ، فإنها تكون فقط مدينة للعاملة بمبلغ 4.000 دولار ، ولا تزال يمكنها استقطاع المبلغ بإعتباره مصروفات ، ولا تدفع العاملة أية ضرائب ، يخلق هذا حافزاً فورياً جداً لعدم تمويل خطط المعاشات ، أي أنها تصبح خطأ ممولة بالعجز .

الكثير من البلدان التي لديها قوانين ضرائب مماثلة ، على سبيل المثال ، اليابان ، قد غيرت قواعدها للتشجيع وليس لعدم تشجيع التمويل . منذ ذلك التغيير ، قد نمت أموال المعاشات في اليابان بشكل ملحوظ .

الوائح التنظيمية لإدارة التمويل . فيما عدا القيود التي وضعها قانون ERISA على الاستثمار في الأوراق المالية للشركة الممولة ، فإن أموال المعاشات تتمتع بحرية تكاد تكون كاملة للاستثمار كما تريد الشركات . صناديق أموال المعاشات العامة المستثناء من ERISA تتعرض لضغوط مستمرة للاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها الجهات الممولة - الأوراق المالية للولاية والحكومة المحلية . أخيراً قد وجدت بعض الحكومات المحلية طريقة أقل صخباً لتمويل نفسها من أموال خطط معاشاتها الخاصة : بدأت صناديق المعاشات العامة تضمن إصدارات سندات البلديات مقابل أتعاب معينة لصالح الصناديق .

يوضع أمناء الاستثمار غالباً ، تحت ضغوط لمخالفة مسؤوليتها الموثوق بها لكي تستخدم أموال الاستثمارات التي لديهم إلى أغراض أبعد ما تكون عن الاستثمارات الصحيحة . يضغط على صناديق الاستثمارات العامة للاستثمار في مشروعات الأعمال المحلية ، على سبيل المثال ، الإسكان - وباختصار عمل الأشياء التي لا تستطيعها الحكومات الممولة والمقيدة بلوائح صرف معينة . توضع الصناديق الخاصة عادة تحت ضغوط "المسئولية

الاجتماعية " في استثماراتنا ، وذلك بسحب تعاملاتها مع الشركات التي كانت تتاجر مع جنوب أفريقيا أثناء سنوات التمييز العنصري .

في بلدان أخرى ، يوجد عادة ، قيود على الأصول المسموح بها في صناديق المعاشات . على سبيل المثال ، في اليابان ، قد لا تحتفظ صناديق المعاشات بأكثر من 30 في المائة من أصولها في أسهم عادية ، وليس أكثر من 30 في المائة في الأوراق التجارية الأجنبية . على الأقل 50 في المائة في أوراق مالية ذات دخل ثابت بالين .

### خطط الاعتزال الفردية

كما قد رأينا ، يقدم صاحب العمل الذي يمول خطط المعاشات مزايا ضرائبية ضخمة كآلية لتوفير الاعتزال . على مدى سنوات كثيرة ، لم يستطع الأفراد الذين يعملون في مشروعاتهم الفردية أو في شركات ليس لديها خطط معاشات أن يحصلوا على هذه الميزات .

صدر قانون من أجل الأفراد الذين يعملون لحسابهم عام 1962 ، واشتهر بأنه خطط Keogh في عام 1990 وصلت مبالغ هذه الخطط إلى 50 بليون دولار .

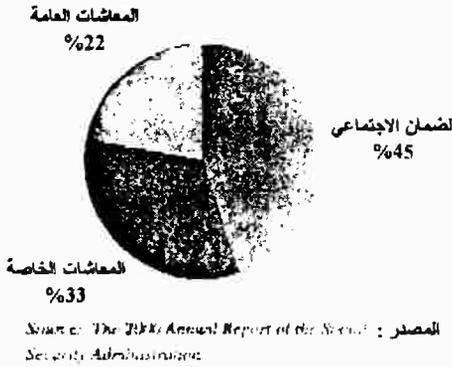
أولئك الذين يعملون في شركات ليس بها خطط معاشات صدر من أجلهم قانون إصلاح المعاشات عام 1978 ، والذي يسمح " بحسابات اعتزال الأفراد " ( IRAs ) Individual Retirement Accounts في عام 1981 ، 1982 صدر عدد من التشريعات بمد مظلة معاشات IRAs لأي فرد كشكل من أشكال إيداع الاعتزال التكميلي .

أدى قانون IRAs إلى خسائر كبيرة في إيرادات الضرائب . نتيجة لذلك ، صدر قانون الإصلاح الضريبي لكي يلغي تشريعات 1981 ، 1982 ،

ويسدل الستارة على معاشات الاعتزال الفردية فيما عدا من يعملون في شركات ليس بها خطط معاشات ، أو أصحاب الدخول التي تقل عن حد معين، سمح لهم باقتطاع مبلغ 2000 دولار . قدم نوع جديد من IRA تحت مسمى Roth IRA في عام 1997 . سمح هذا التعديل بتجميع الضرائب المؤجلة . من المتوقع أن تزيد الحدود على كلاً النوعين من IRA تدريجياً إلى 5.000 دولار بحلول عام 2008 . ومع ذلك ، كان عدد المساهمات صغيراً . أكبر مبلغ تراكم في IRAs ( 2.6 تريليون دولار عام 2000 ) كانت أساساً أموال مستفيدين في حساباتهم بعد أن تركوا خطط المعاشات أو الذين قد ألغيت خطط معاشاتهم .

#### اللوحة رقم 10 - 4

#### المزايا التي دفعتها برامج الاعتزال عام 1999



#### خطط المعاشات اليوم

استمرار أهمية الضمان الاجتماعي . قبل أن نتناول خطط المعاش ، يجب أن نتذكر أن " الضمان الاجتماعي " يستمر في توفير جزء مهم جداً في دخل الاعتزال في U.S. . ما يقرب من 55 أسرة تغطيها خطة المعاش ( أنظر اللوحة 10 - 5 ) بينما 150 مليون عامل يغطيها الضمان الاجتماعي .

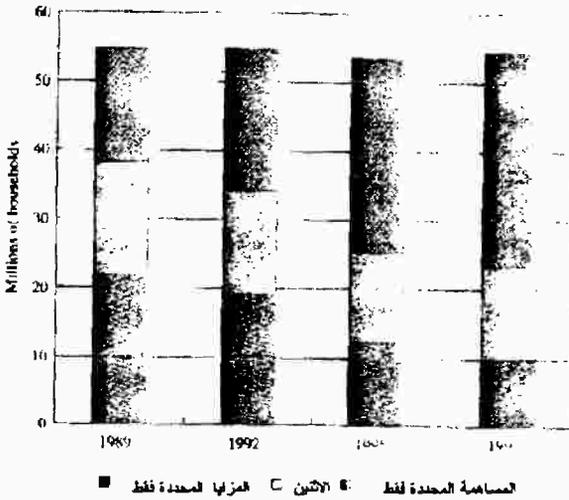
جزء الشكل في اللوحة 10-4 مبلغ 765 بليون دولار دخل اعتزال دفعت  
للأمريكان عام 1999 بحسب المصدر - ضمان اجتماعي ، خطط معاش  
قطاع خاص ، وخطط معاش قطاع حكومي و عام . في معظم البلدان  
الأخرى، الأهمية النسبية للضمان الاجتماعي ربما أكبر ، وغالباً أكبر كثيراً .  
انهيار خطط المزايا المحددة . عدد الأسر التي تم تغطيتها بنوع ما من  
المعاشات بقي ثابتاً تقريباً خلال عقد التسعينيات ( 1990 ) ، ولكن تغيرت  
الأهمية النسبية للأنواع المختلفة من المعاشات ( أنظر اللوحة 10 - 5 ) .  
لقد تراجعت حصة خطط الميزة المحددة التي تغطي الأسر في اتجاه نزولي  
متواصل ، بينما الحصة التي تغطيها خطط المساهمة المحددة فقط أو  
المساهمة المحددة والمزايا المحددة معاً تنمو بصورة متواصلة . تلك التي  
تغطي بكلاً النوعين من الخطط ، عادة عبارة عن مشاركة في خطط مساهمة  
محددة تكميلية . هذه خطط تطوعية تقدمها الشركات لأفراد بالإضافة إلى  
خطة المعاش الأصلية . إنها تسمح للمشاركين بزيادة مبلغ ادخار المعاش  
المؤجلة ضريبة . في السنوات الأخيرة ، قد وصلت مبالغ الخطط التكميلية  
إلى تقريباً نصف كل مساهمات المعاش .

يوجد عدد من الأسباب بالنسبة للتحول في اتجاه خطط المساهمة  
الموحدة . أحدها تدهور أهمية الشركات ذات الاتحادات العمالية الكبيرة  
والتي كانت تقف إلى جانب خطط المزايا الموحدة . السبب الآخر يتمثل في  
القيود التي وضعها قانون الإصلاح الضريبي عام 1986 على التمويل  
بالزيادة . جعلت هذه القيود خطط المزايا الموحدة غير جذابة إلى حد كبير  
بالنسبة لأصحاب الأعمال . تميل الخطط الجديدة إلى أن تجعل من خطط  
المساهمة الموحدة الأسلوب المهيمن . تميل الشركات الصغيرة إلى تفضيل  
المساهمة المحددة وخطط المشاركة في الأرباح ، وخاصة خطط 401 (K).

غالباً ، يفضل الشباب بصفة خاصة أن يأخذوا تعويضاتهم نقداً ، بدلاً من مساهمة المعاش، حتى لو كان هذا يتطلب تضحية بالمزايا الضرائبية . قد نمت حصة خطط المساهمة المحددة ، والتي تستند إلى خطط 401 ( K ) من 55 في المائة إلى 78 في المائة ما بين عامي 1989 و 1998 .

### اللوحة رقم 10 - 5

المشاركة في خطط معاش القطاع الخاص بحسب النوع



ارتفاع أسعار الأسهم في عقد التسعينيات أدى إلى التمويل بالزيادة اللافت في كثير من خطط المزايا الموحدة . منذ عام 1990 ، قد واجه ممولو الخطط رسم ضريبي يصل إلى 50 في المائة على أي زيادة تسحبها الشركات الممولة . ومع ذلك ، يصل الرسم الضريبي إلى 20 في المائة إذا انتهت الخطة أو حل محلها خطة المساهمة الموحدة . أجري كثير من الممولين هذا التحول .

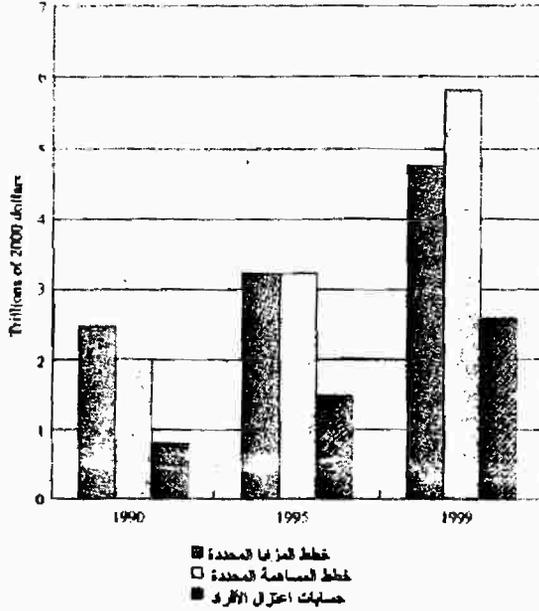
اتجاهات أصول صندوق تمويل المعاشات . توضح اللوحة 10-6 كيف نمت باستمرار إجمالي مبلغ أصول المعاش . تراجمت الأهمية النسبية لأصول

خطط المزايا الموحدة عندما قد نمت تلك الخاصة بالمساهمة الموحدة و

. IRAs

## اللوحة رقم 10 - 6

مبالغ أصول المعاش المختلفة بحسب نوع الخطة



المصدر : *Flow of Funds Accounts, Investment Company Institute*

تُعكس طبيعة أصول صندوق أموال المعاش طبيعة خصومها. خصوصاً صندوق المعاشات نسبياً غير سائلة . مع خطط المزايا الموحدة ، لا توجد تسديدات قبل الاعتزال حتى لو ترك العامل الوظيفة . يستلم المشارك عند الاعتزال دفعة سنوية . مبلغها قابل للتوقع تماماً . مع خطط المساهمة الموحدة ، العمال الذين يتركون الشركة يتسلمون تسديد حسابهم التراكمي . وعند الاعتزال ، يكون لدى المشارك في خطط المساهمة الموحدة الاختيار

بين أن يأخذوا مزاياهم كدفعة واحدة . ومع ذلك ، من السهل نسبياً توقع كل من حالات ترك العمل ومبالغ الدفعة الواحدة .

لذلك التدفق من أموال صناديق المعاشات يكون متواصلاً وقابلاً للتوقع . أيضاً تدفق الأموال إلى داخل صناديق المعاشات يكون متواصلاً وقابلاً للتوقع . فيما عدا الخطط التي تسمح للعاملين أن يختاروا مبلغ المساهمة ، فإن مبلغ المساهمة معروف جيداً مقدماً . في مثل هذه الحالات ، لا تمثل السيولة قلقاً كبيراً .

الإيراد والخطر هما العنصران المسيطران . ومن ثم ، تستثمر أموال صناديق المعاش استثماراً طويل الأجل ، أصول ذات إيرادات أعلى - كلاً من الأسهم العادية ، والأوراق المالية ذات الدخل الثابت . بصفة عامة ، خطط المزايا الموحدة ، مع عنصر الثبات في التزاماتها ، لها اهتمام كبير في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت ( سندات الشركات ، وأوراق الحكومة المالية ) . لدى خطط المساهمة الموحدة اهتمام كبير في الأسهم العادية .

بعد الحرب العالمية الثانية ، احتفظت صناديق المعاشات أساساً بأوراق الحكومة المالية التي حصلوا عليها أثناء الحرب وسندات الشركات . مع الأداء القوي لسوق الأسهم في الخمسينيات ( 1950 ) والستينيات ( 1960 ) ، قدمت الأسهم عائدات أعلى كثيراً وكان هناك تحول كبير نحو الأسهم انتهى هذا الاتجاه مع قانون ERISA . أعطت متطلبات القانون الجديد لخطط المعاش حافزاً قوياً لكي تساير أصولها بمزيد من القرب مع خصومها . نتيجة لذلك ، تراجع حصة الأسهم ، وزادت حصة الأصول التي يساير تاريخ استحقاقها تلك الخاصة بالتزامات المزايا المحددة . تضمنت هذه الأصول الأوراق المالية الحكومية ( في شكل شرائح ) ، السندات للشركات الداخلية والأجنبية ( بدون كوبونات ) والأوراق المالية للوكالات .

في السنوات الأخيرة ، قد أصبح للمشاركين في خطط المساهمة الموحدة رؤية مؤثرة في كيفية استثمار الأموال التي في صندوق المعاشات . إنهم يميلون إلى أن يكونوا أكثر تحفظاً ، يفضلون الدخل الثابت ، والأصول قصيرة الأجل ، أكثر من المديرين في خطط المزايا المحددة . قد ساهم هذا في التحول الشامل في أصول المعاشات نحو الأوراق المالية من هذه الأنواع.

أموال المعاشات في بلدان أخرى . أصول أموال المعاشات في بلدان أخرى أصغر كثيراً منها في U.S. . في عام 1999 كان لدي اليابان حوالي 1.5 تريليون دولار في أصول المعاشات ، وفي بريطانيا 1.4 تريليون دولار . معظم دول أوروبا كان لديها أقل كثيراً جداً في أصول المعاشات ( الاستثناء فقط في هولندا وسويسرا ) . ومع ذلك ، من المتوقع في المستقبل أن تنمو أصول المعاشات في الخارج ربما أسرع من تلك الموجودة في U.S. .

العديد من الدول الأوروبية ، والتي تشعر بالقلق حول العبء على نظم ضمانها الاجتماعي ، قد اتخذت حديثاً خطوات لتشجيع خطط المعاشات الممولة من القطاع الخاص . في عام 2002 ، قدمت ألمانيا برنامجاً يعتمد على النموذج الأمريكي 401 ( K ) ، والذي سوف يسمح في النهاية للعاملين لكي يستثمروا حتى 4 في المائة من إجمالي معاشاتهم في خطط مساهمة محددة خاصة ، بما يولد ما يمكن أن يصل إلى 250 بليون دولار سنوياً كمساهمات . شركات التمويل الأمريكية والبريطانية والتي تدير صناديق أموال المعاشات ، تضع أعينها على مثل هذه التطورات لعلها تقتنص حصة من هذه الأعمال.

يوجد بعض الاختلافات المهمة بين الدول في الأصول التي تستثمر فيها أموال المعاشات في اليابان وألمانيا تستثمر صناديق المعاشات أقل كثيراً

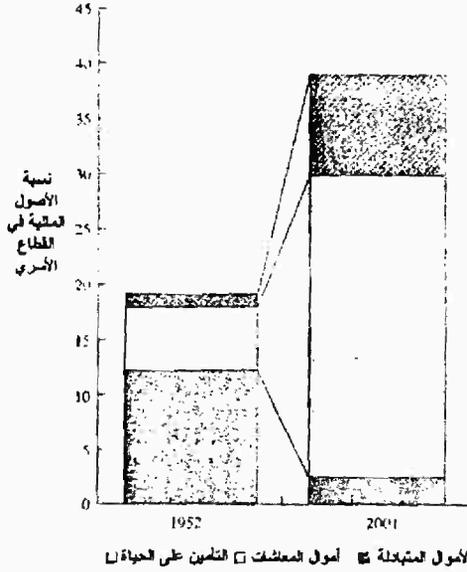
من الأوراق المالية القابلة للتداول مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وتعتمد كثيراً على الإقراض الخاص إلى الشركات . في بريطانيا تتطلب اللوائح التنظيمية من أصحاب الأعمال أن يوفروا خطط للمعاشات ، وتطلب أن تكون المزايا مرتبطة بالأرقام القياسية للتضخم . ومن ثم ، يستثمر صندوق المعاشات البريطانية بكثافة في أصول حقيقية ( تتضمن الأوراق المالية الحكومية المرتبطة بالأرقام القياسية . في ألمانيا ، لا يوجد ربط للمعاشات بالأرقام القياسية للتضخم . حيث أن خصومها أو التزاماتها ثابتة في بنود مسماة ، فإن صناديق أموال المعاشات الألمانية تستثمر بكثافة في الأوراق المالية ثابتة الدخل .

تأثير نمو صناديق المعاش على الأسواق والمؤسسات المالية الوسيطة . قد كان للنمو السريع في صناديق المعاشات في U.S وما رواء البحار تأثير ضخم على المؤسسات المالية الوسيطة ، وأسواق الأوراق المالية .

يظهر الشكل 10-7 كيف قد نمت أهمية المؤسسات المالية الوسيطة الأكثر انخراطاً في المعاشات في الأربعين عاماً الأخيرة ، وكيف قد تغيرت أهميتها النسبية . في عام 1952 ، قدمت شركات التأمين المعاشات المؤمنة ، وقد أصبحت مهيمنة ، بمضي السنوات قد تراجعت هذه في أهميتها النسبية لتترك المجال واسعاً لصعود أصول صناديق التأمين ، وصناديق الأموال المتداولة .

## الشكل رقم 10-7

### التغير في أهمية المؤسسات الوسيطة طويلة الأجل



المصدر: Flow of Funds Accounts.

لقد كانت المنافسة لإدارة مبالغ أصول صناديق المعاشات الضخمة كثيفة . في عام 2001 وصل إجمالي أصول المعاشات ما يقرب من 13 تريليون دولار ( 80 في المائة منها في الولايات المتحدة ، بريطانيا ، واليابان ) . لقد تنافست شركات التأمين ، صناديق الأموال المتبادلة ، وإدارات الاستثمار بالبنوك بشراسة من أجل أتعاب الإدارة . يدير الأصول الأكبر حجماً اليوم مدبرون لدي كل منهم 1 تريليون دولار .

الحجم المطلق لصناديق المعاشات يجعلها عامل مهم في سوق الأوراق المالية طويلة الأجل . بينما احتفظت صناديق المعاشات في U.S.

فقط بما قيمته 1 في المائة في أسهم عادية في عام 1952 صعدت النسبة إلى 25 في المائة في عام 1991 . الطريقة التي تتداول بها الأوراق المالية تتغير لتخدم حاجاتها .

إن الطلب على أموال المعاشات من أجل نوع معين من الأصول قد سرع الكثير من الابتكارات . تعد خطط المزايا الموحدة بدفعة سنوية دولارية ثابتة عند الاعتزال : يتحمل الممولون خطر الاستثمار . يمكن تقليل الخطر عن طريق الاستثمار في أصول سوف تنتج مبالغ دولارية معروفة عندما يحين موعد الاستحقاقات . من أمثلة هذه الأصول السندات بدون كوبون ، شرائح الخزانة ، وشرائح الرهونات .

رغبتهم في جني العائد المرتفع الذي تعد به الأسهم العادية ، ولكن بدون الخطر المرتبط بها قد خلق طلب قوي على المنتجات ذات التغطية . قد أدت أيضاً إلى أن تتنوع صناديق المعاشات على المستوى الدولي . قد أصبحت صناديق المعاشات في مقدمة جبهة العولمة (على سبيل المثال، استثمرت صناديق المعاشات 31 بليون دولار في أسهم أجنبية في عام 1992)

## صناديق الأموال المتبادلة

### *Mutual Funds*

لأن صناديق المعاشات قد نمت ، فإن صناديق الأموال المتداولة قد نمت معها أيضاً . تخدم صناديق الأموال المتداولة حاجات خطط المعاش ، تباعها منتجات الاستثمار وتدير أصولها . إنها أيضاً تزود السوق بصورة مستقلة

بأليات ادخار الاعتزال ، منتجات الاستثمار لأموال الضرائب المؤجلة للأفراد المشاركين في خطط الاعتزال ، أو للمدخرين كأفراد بصفة عامة .  
يضاف إلى ذلك ، تلعب صناديق الأموال المتداولة دوراً أكثر عمومية . ليس الاعتزال السبب الوحيد للادخار طويل الأجل . يدخر الناس لكي يدفعوا مصاريف تعليم أبنائهم وبناتهم ، أو يجمعوا تراكمياً مدخراتهم من أجل عربون شراء منزل . في كثير من البلدان ، الائتمان عن طريق الرهونات أو الأقساط ليست متاحة بسهولة كما هو الحال في U.S. ، وقد يكون العربون جزءاً كبيراً جداً من الثمن . في مثل هذه البلدان الحاجة إلى ادخار طويل الأجل أكبر كثيراً . معدل العائد المرتفع على الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات ، يجعلها بصفة خاصة آليات جذابة للادخار طويل الأجل . تخفض صناديق الأموال التبادلية ، تكاليف الاستثمار في مثل هذه الأوراق المالية .

لقد كيفت صناديق الأموال المتداولة أيضاً التكنولوجيا التي طورتهما في السوق طويل الأجل لكي تخلق آلية مهمة قصيرة الأجل - صندوق أموال السوق النقدية المتداولة . قد كان هذا ناجحاً بصورة لافتة ، ويحظى الآن بنسبه كبيرة في أعمال صندوق الأموال المتداولة .  
قبل أن نتناول كيف تطورت صناديق الأموال المتداولة ، نحتاج إلى إنشاء بعض المصطلحات الأساسية .

شركة الاستثمار . مؤسسة مالية وسيطة تجمع الأموال كلية بإصدار حقوق ملكية أو أسهم . إنها تسلم حاملي هذه الحقوق كل الإيرادات الناتجة عن أصولها ناقصاً الأعباء . يتحمل حاملو الحقوق كل الأخطار . يختلف هذا تماماً عن ممارسة المؤسسات الوسيطة الأخرى مثل البنوك التي تجمع الأموال بإصدار حقوق ديون . مؤسسات الديون مثل البنك يعد بمجموعة

محددة من العائد على الحقوق التي يصدرها . لا يتوقف هذا العائد على الإيرادات التي يكتسبها على أصوله . تتحمل مؤسسات الدين الخطر المتبقي، وتأخذ الإيراد المتبقي .

يوجد نوعان من شركات الاستثمار . شركة الاستثمار ذات النهاية المغلقة تصدر عدداً محدداً من الأسهم ، تستثمر الإيرادات في حافظة أصول . الأسهم قابلة للانتقال : تستطيع تسهيل ما تحمله ببيعه إلى شخص ما آخر . لكي تجعل هذا سهلاً ، عادة تباع الأسهم في بورصة . يتغير سعر السهم من خلال العرض والطلب .

شركة الاستثمار ذات النهاية المفتوحة لا تصدر عدداً محدداً من الأسهم . إنها توفّق المستثمرين في أي وقت بإصدار أسهم جديدة أو استرداد الأسهم غير المسددة . السعر الذي تباع به الأسهم الجديدة ، وتسترده به الأسهم غير المسددة يتوقف على قيمة الأصول الصافية في حافظة الأوراق المالية - وبصفة خاصة قيمتها السوقية - زائداً أو ناقصاً الأتعاب . عندما تباع الأسهم الجديدة أو تسترد الأسهم القديمة ، يتحدد نتيجة لذلك إذا ما كانت الشركة تتوسع أو تنقلص .

شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة أكثر شهرة بأنها صناديق الأموال التبادلية . في بريطانيا يطلق عليها شركات استثمارية ذات رأس مال متغير أو Unit trust أما شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة فيطلق عليها investment trust .

## تطور صناديق الأموال المتبادلة

الجنود . ظهرت شركات الاستثمار لأول مرة في القرن التاسع عشر كطريقة للمستثمرين الصغار ، لكي يستثمروا في الأسهم العادية . كان ينظر إلى

الأسهم في ذلك الوقت أنها نوع من المضاربة وشيء جديد ودخيل ، ويحتاج إلى الكثير من المعرفة المتخصصة وذكاء السوق . واعدت الشركات الاستثمارية صغار المستثمرين بالأمان النسبي والوصول غير المكلف إلى سوق الأسهم .

ليس هناك غرابة في أن الاهتمام بسوق الأسهم كان مكثفاً وعميقاً عندما كانت العائدات الأكثر ارتفاعاً . أول شركة استثمار حديثة ، كانت " الشركة الأمريكية الاسكتلانية " ، والتي أسست في لندن عام 1860 ، في بداية ازدهار سوق الأسهم ، والذي استمر حتى عام 1875 . في ذلك الوقت ، كان يوجد أكثر من 50 شركة استثمارية . الكثير منها تعرض لحالات إفسار في أزمة سوق الأسهم عام 1890 ، وبذلت المصلحة العامة في سوق الأسهم إلى أن انتعشت برواج عقد العشرينيات ( 1920 )

الرواج والاعماش . إنه أثناء فترة الرواج السابقة ( 1920 ) أخذت شركات الاستثمار تحظى بالأهمية في U.S. . إنها كانت موجودة منذ عقد التسعينيات ( 1980 ) ، ولكن بحلول عام 1923 كان يوجد 15 شركة فقط بإجمالي أصول لا تزيد عن 15 مليون دولار . ومع ذلك ، عندما اشتعلت أسعار الأسهم في أواخر عقد العشرينيات ( 1920 ) ، واندفع صغار المستثمرين إلى دخول الحلبة ، تكاثرت شركات الاستثمار بسرعة . بحلول عام 1929 ، وصل عدد هذه الشركات إلى 400 شركة ووصل إجمالي أصولها إلى 3بليون دولار . معظم هذه الشركات الاستثمارية كانت شركات ذات نهاية مغلقة . بعضها ظهر في صورة شركات عائلية ذات أهداف استثمارية مختلفة ، مما يجعلها تشبه إلى حد كبير صناديق الأموال المتداولة اليوم .

لقد كان انهيار سوق الأسهم ما بين عامي 1929 و 1933 كارثة على الشركات الاستثمارية . إن ضعف الإدارة والممارسات الاستثمارية الخطرة

التي مرت دون أن تلاحظ أثناء فترة الرواج أصبحت واضحة بصورة مؤلمة في الانهيار . على سبيل المثال ، الكثير من صناديق الأموال كانت القوى الرافعة المالية بها عالية ، حيث ما يزيد على 40 في المائة من أصولها كانت إما في صورة ديون أو أسهم مفضلة . في خلال فترة انتعاش السوق ، دفعت أسهمها العادية عائدات لافتة . عندما تحطم السوق ، تلاشت قيمة الأسهم العادية . أن الدولار المستثمر في الأسهم في شركة استثمار ذات رافع مالية نمطية في يوليو 1929 : كان يساوي 5 بنسات في 1937 . إحدى الشركات الاستثمارية Goldman Sachs انحدرت أسهمها من 104 إلى 1.75 دولار

بعد التدهور الكبير . شهد عقد الثلاثينيات ( 1930 ) نمواً سريعاً في الشركات ذات النهاية المفتوحة ( الأموال المتبادلة ) ، جزئياً بسبب فقدان السمعة الجيدة التي انحدرت إليها الشركات ذات النهاية المغلقة . في الشركات ذات النهاية المفتوحة غير مسموح بإصدار ديون . أول شركة أموال متبادلة أسست في Boston عام 1924 . لقد وعدت باسترداد أسهمها بقيمة أصولها الصافية أقل من 2.00 دولار للسهم .

انتعشت الفائدة مرة أخرى في صناديق الأموال المتبادلة بعد الحرب العالمية الثانية بعد أن استعادت سوق الأسهم حيويتها . ما بين عامي 1945 ، 1965 ، نمت صناديق الأموال المتبادلة بمتوسط معدل 18 في المائة سنوياً ، ونما معدل حملة الأسهم من 3 مليون إلى أكثر من 50 مليون . نمت الأصول من 2 بليون دولار إلى 50 بليون . عندما بدأت سوق الأسهم تنهار في السبعينيات ( 1970 ) انهارت أيضاً الفائدة في صناديق الأموال المتبادلة ( كان 90 في المائة تقريباً من صناديق الأموال المتبادلة مستثمرة في أسهم ) .

صناديق الأموال المتبادلة ذات الأسواق النقدية . يتطلع مديرو الصناديق بشغف إلى منتجات جديدة حيث لاحظوا أن الكثير من الأموال التي تهرب من سوق الأسهم كانت تذهب إلى سوق النقدية . لذلك ، لكي تقتنص هذه الأموال ، فقد أنشأوا صناديق أموال تبادلية تستثمر في الأوراق المالية الخاصة بالأسواق النقدية ، بدلاً من الأسهم . نجح هذا النوع من الصناديق نجاحاً تجاوز أكثر أحلام المديرين تطرفاً . كان السبب وراء نجاح صناديق الأموال المتبادلة ذات الأسواق النقدية أن المستثمرين وجدوها بديلاً جيداً ، ليس فقط مقارنة بالاسم ، ولكن أيضاً مقارنة بالبنوك والمؤسسات المالية الاقتصادية بصفتها مؤسسات إيداع . في عقد السبعينيات ( 1970 ) ارتفعت أسعار الفائدة في السوق النقدية أعلى من أسعار الإيداعات التي كانت مقيدة باللائحة التنظيمية Q . ومع ذلك ، السوق النقدية سوق جملة . الأوراق التجارية ، Repos ، إيداعات الإيرودولار ، وآليات سوق النقدية الأخرى ، كلها لها صدى أرقام كبيرة . تبدأ عادة بمبلغ 100.000 دولار ( بالنسبة لسوق الخزنة 10.000 دولار ) والعمليات التقليدية تدور في فلك الملايين . يضع هذا أسعار سوق النقدية بعيدة عن متناول تطلع الادخار الأسري .

قدمت الصناديق ذات الأسواق النقدية الحل . لقد باعت أسهم إلى المستثمرين ، معظمها في مبالغ صغيرة ، جمعت الأموال تراكمياً ، واستثمرت في حافظة متنوعة في أصول سوق النقدية . الأكثر من هذا ، إنها كتجميعات تراكمية ، قد قدمت للمستثمرين المزيد من السيولة وتنوعاً أفضل ، أكثر مما يمكن أن يحصلوا عليه من تملكهم المباشر لآليات سوق النقدية . نتيجة لذلك ، أثبتت أنها جذابة حتى لكبار المستثمرين الذين لديهم سهولة الوصول المباشر إلى سوق النقدية . بسبب السيولة الكبيرة التي تتمتع بها

صناديق الأسواق النقدية استطاعت أن تقدم لحاملي أسهمها مزايا محدودة في كتابة الشيكات \* .

لكي تدخل منافسة مع بنوك الإيداعات ، فإن هذه الصناديق ذات الأسواق النقدية يلزمها أن تكون قيمتها مستقرة . قيمة الإيداعات لا تتأثر بالتغيرات في قيمة أصول البنك التي تمثل حقاً غير مباشر لهذه الإيداعات ؛ يمتص رأس مال البنك وتأمين الإيداعات الخطر . صناديق الأموال المتبادلة ليست مؤمنة ، والممولون ليسوا ملتزمين بامتصاص التغيرات في قيمة الأصول الأساسية . ومع ذلك ، في حالات كثيرة ، قد أمتص مديرو الصناديق التبادلية الخسائر .

الكثير من صناديق أسواق النقدية كانت ناجحة إلى حد مذهل . شجع نجاحها مديري الصندوق على تطوير أنواع أخرى من صناديق الدخل الثابت، بما في ذلك الإعفاء من الضرائب في أواخر السبعينيات ( 1970 ) ، وسندات الخردة في عقد الثمانينيات ( 1980 ) - كان هناك بالفعل صناديق مستثمرة في سندات شركات عادية .

---

\* بالطبع ، لأنها ليست بنوكاً ، فإنها لا تستطيع أن تفعل هذا مباشرة ، لذلك قد أنشأت حساباً مشتركاً لحملة أسهمها في أحد البنوك التجارية الذي يمكن أن تصحب عليه الشيكات . عادة يوجد حد أدنى لكل شيك (مثلاً 500 دولار ) ، وحد أقصى لعدد الشيكات (مثلاً 3 أو 4 شيكات ) .

## أهداف الاستثمار

دراسة رموز استراتيجيات الاستثمار . تختلف صناديق الأموال المتبادلة على نطاق واسع في وضع أهدافها الاستثمارية . تستثمر " صناديق النمو " في الأسهم ، ولكن عينها على المكاسب الرأسمالية ، بدلاً من الدخل الجاري . تهدف " صناديق الدخل " إلى إنتاج دخل جار ؛ يوجد تنوع بين الأسهم العادية والسندات . تستثمر " الصناديق الدولية " في الأوراق المالية الأجنبية . " صناديق المتوازنة " لديها أهداف استثمار عام أكبر ، وتستثمر في كل من الأسهم والسندات . " صناديق العولمة " تستثمر في كل من الأوراق المالية الأجنبية وأيضاً الأمريكية .

توجد صناديق تستثمر في سندات الشركات ، سندات عالية الإيراد ، أوراق مالية الخزنة ، أوراق مالية البلديات ، الأوراق المالية التي تدعمها رهونات . توجد صناديق متخصصة تستثمر في صناعات أو قطاعات معينة، عمليات خيارية أو مؤجلة . بل هناك صناديق يطلق عليها " متعددة الصناديق " التي تستثمر في حافظة من صناديق تبادلية .

توسع أحد أنواع الصناديق ذات النهاية المغلقة في فكرة شركة الاستثمار إلى العقارات . إنها تسمى شركة الاستثمار العقاري . إنها تستثمر إما في عقارات فعلية أو في قروض رهونات أو بناء عقارات . حقق هذا النوع من الصناديق نجاحاً هائلاً في أواخر الستينيات ( 1960 ) وتوسع بسرعة . تعرض الكثير من شركات الاستثمار العقاري إلى الانهيار في السنوات 1973 - 1974 ، وفقد الجمهور اهتمامه بها . ولكن استعادة دائرة العمل حيويتها مرة أخرى في انتعاش العقارات في عقد الثمانينيات ( 1980 ) .

الصناديق المدارة والصناديق القياسية Managed funds and Index Funds . يوجد تمييز مهم بين هذين النوعين . الصناديق المدارة تتخرط في متاجرة

حيوية ، تلتقط الأوراق المالية التي تلبي أهداف استثماراتها . الإدارة مكلفة . إنها تتطلب استثمارات كبيرة في الحصول على معلومات السوق وتشغيلها ، بالإضافة إلى تكاليف المتاجرة . على الجانب الآخر ؛ الصناديق القياسية ذات استثمارات سلبية - إنها تشتري الأوراق المالية التي تشكل أرقاماً قياسية في السوق ، وتحتفظ بها دون بذل أي جهود متاجرة . إنه استثمار سلبي ليس في حاجة إلى جامعي بيانات ومحللين ، وتكاليف المتاجرة في حدها الأدنى .

والسؤال الذي يخطر على الذهن مباشرة ؛ هل أداء الصناديق المدارة أفضل من الصناديق القياسية ؟ رأي معظم الأكاديميين ومعظم البراهين الواقعية تفترض عدم وجود تميز . ولأن هذا الرأي حظي بقبول واسع من الجمهور ، فإن حصة الصناديق القياسية آخذة في الزيادة .

## التنظيم والإدارة

الشكل التنظيمي . صندوق الأموال المتبادلة رسمياً شركة مساهمة مملوكة لحاملي أسهمها . ينتخب المساهمون مجلس إدارة مسئولاً عن سياسات وأهداف صندوق الاستثمار . يتمتع مجلس الإدارة بصلاحيّة تعيين المديرين أو تفويض ذلك إلى شركة إدارة . يدفع المساهمون لشركة الإدارة أتعاباً ، لا يعتمد حجم هذه الأتعاب بصفة عامة على نجاح استثمارات الصندوق مباشرة .

شركات الإدارة . بينما هذا ما يحدث رسمياً ، فإن الحقيقة مختلفة . إن شركة الإدارة هي التي تأخذ المبادرة في إنشاء صندوق الأموال المتداولة . نمطياً ، سوف تنظم شركة الإدارة وتدير الكثير من الصناديق المختلفة .

يختلف نمط الشركة التي تنظم هذه الصناديق من بلد إلى آخر . ففي بريطانيا ، معظم صناديق الأموال المتبادلة تنظمها شركات التأمين على

الحياة . في أوروبا ، تنظيم البنوك معظمها . في U.S. ، البعض تنظمة شركات التأمين على الحياة ، والبعض تنظمة شركات الأوراق المالية . قبل عقد الثلاثينيات ( 1930 ) ، عندما فصل التشريع في الولايات المتحدة بين أسواق الأعمال المصرفية وأسواق الأوراق المالية كانت البنوك تدير الكثير من أكبر صناديق الأموال المتبادلة . معظم أكبر مديري صناديق الأموال التبادلية في U.S. مثل : Fidelity, Vanguard and Putnam ، كانت شركات متخصصة لا تفعل شيئاً آخر .

إدارة الاخطار والسيولة . لأنها خصومها كانت أسهم ملكية ، فإن اعتبارات الخطر بالنسبة لصناديق الأموال التبادلية تختلف عن تلك الخاصة بمعظم المؤسسات الوسيطة الأخرى. ينتقل الخطر مباشرة إلى حملة الأسهم ، بدلاً من أن تتحمله المؤسسات الوسيطة كما هو الحال ، على سبيل المثال ، مع البنوك وشركات التأمين . تزود هذه الصناديق المستثمرين بقوائم اختيارات تتعلق بالأخطار والعائدات ، ويتخذ المستثمرون منها ما يشاءون . ولأنهم يطلبون استرداد أموالهم عند الطلب ، فإن السيولة تمثل أهمية كبيرة . بصفة عامة تستثمر الصناديق فقط في أسواق الأوراق المالية .

وظائف أخرى . بالإضافة إلى المدير ، يتعاقد صندوق الأموال نمطياً مع جهة حراسة ، وكيل نقل ، وضامن اكتابة رئيسي . عادة ، تتولي إدارة الاستثمار بالبنوك مهمة الحراسة ، وتكون مسؤولة عن تنفيذ عمليات الحافظة ، والاحتفاظ بأوراق الحافظة المالية . وكيل النقل مسئول عن تناول العمليات مع حملة الأسهم - شراء واسترداد الأسهم ، توزيع الكوبونات ، وهكذا . ضامن الاكتابة مسئول عن تسويق وتوزيع الإصدارات الجديدة .

## أنواع صناديق الأموال التبادلية

صناديق مفتوحة النهاية ، وصناديق مغلقة النهاية . لقد رأينا أن هناك شكلين أساسيين من صناديق الأموال التبادلية : مغلقة ومفتوحة النهاية . في U.S. ، تهيمن على السوق الصناديق مفتوحة النهاية . أحد الأسباب أن الصناديق مغلقة النهاية غير مسموح لها بالإعلان عن أسهمها إلا في فترة الإصدار فقط . على الجانب الأخير ، تستطيع الصناديق مفتوحة النهاية أن تعلن في أي وقت وبكثافة .

توجد بعض القيود على كلا النوعين . لأن الصندوق مفتوح النهاية ملتزم باسترداد أسهمه في أي وقت ، فإنه يجب أن يضمن سيولته . إذا زاد الاسترداد عن حالات الشراء الجديدة ، يجب أن يكون قادراً على أن يبيع أصوله . يعني هذا أن أصوله مقيدة بالأوراق المالية عالية التسويق . الصندوق مغلق النهاية ، لأنه يحقق السيولة من خلال قابلية أوراقه للنقل ، وليس من خلال الاسترداد ، فإنه يكون قادراً على الاستثمار في أصول أقل قابلية للتسويق . على سبيل المثال ، معظم الصناديق التي تستثمر في أسهم في البلدان النامية تعتبر صناديق مغلقة النهاية .

ومع ذلك ، تعاني صناديق الأموال مغلقة النهاية من عيوب مختلفة : يتم تبادل أسهمها بخصم تحت قيمة صافي الأصول . في بعض الحالات ، وخاصة في بريطانيا ، الخصم مرتفع إلى حد أن يجد شخص ما أنه من الأجدى أن يشتري الأسهم غير المسددة ويبيع الأصول محققاً أرباحاً . لا تزال هذه تمثل قضية جدلية .

أموال الصناديق المتداولة في البورصة ( Exchange-Traded Funds(ETFs). نوع جديد من شركات الاستثمار ابتكر في التسعينيات ( 1990 ) . إنه صندوق أموال قياسي يتم تداول أوراقه في البورصة . يختلف التنظيم إلى

حد ما عن ذلك الخاص بشركة استثمارية . بدلاً من إصدار أسهم ، فإن منظمة ETF تباع للجمهور إيصالات جملة لسلة من الأسهم التي احتفظت بها مع مؤسسة حراسة مالية بصفتها إيداعات . صممت السلة كنسخة من آليات الأرقام القياسية الخاصة مثل Dow Jones , S & P 500 أو ربما مؤشرات قياسية للأسهم الروسية .

ابتكرت البورصة الأمريكية الهيكل في عام 1993 على أمل تعديل مسار الانهيار في حجم تجارتها . كانت البداية الأولى ناجحة ( إيصال إيداعات S&P ) ، وتلتها صفقات أخرى ارتبطت بالأرقام القياسية للأسواق المالية . بحلول عام 2000 ، بلغت تعاملات ETF ثلثي حجم تعاملات البورصة الأمريكية . كان هناك أكثر من 70 بليون دولار ETF مؤجلة في مايو 2001 . كان هذا يمثل 1 في المائة فقط من إجمالي مبلغ صناديق الأموال المتبادلة غير المسددة .

تمتع ETF ببعض المزايا على صناديق الأرقام القياسية مفتوحة النهاية . لأن تعاملات ETF مستمرة طوال اليوم ، فإن أسعارها متاحة بصورة مستمرة ، بدلاً من أن تكون فقط في نهاية اليوم . وبالمثل يستطيع المستثمرون التحرك من وإلى أي وقت ، بدلاً من نهاية اليوم كما في صناديق الأموال المتبادلة . ولأن هيكلها التنظيمي بسيط جداً ، فإن أتعاب الإدارة منخفضة جداً إذا قورنت بمعظم الصناديق القياسية . ومع ذلك ، تعاملات ETFs مثل أي تعاملات في البورصة تتطلب أتعاب سمسة ، بينما الشراء والاسترداد في معظم صناديق الأموال القياسية لا تتضمن أتعاباً . تتمتع ETFs ببعض المزايا الضرائبية .

## أهمية التوزيع

اقتصاديات صناعة صناديق الأموال المتبادلة يدفعها التوزيع فوق الجميع . إدارة أموال الناس سهلة إلى حد ما . المهارة أن تحمل الناس على أن يعطوك أموالهم لكي تديرها . توجد طريقتان أساسيتان لكي تفعل هذا - طريقتان للتوزيع .

تحميل أو عدم تحميل صناديق الأموال المتبادلة . إحدى طرق شركة الإدارة لكي تبيع صناديق الأموال المتبادلة من خلال شبكة وكلاء . تبيع الصناديق أسهمها من خلال سماسرة أوراق مالية تستخدمهم شركات السمسة . الصناديق التي تباع بهذه الطريقة تتحمل عبء في صورة نسبة أو " حمل " على المبيعات يتراوح ما بين 3 - 8.5 في المائة على المبالغ المستثمرة يتسلمها البائع كعمولة .

البديل الآخر ، تستطيع شركة الإدارة أن تبيع مباشرة أوراق الصندوق المالية بنفسها ، اعتماداً على الإعلانات بوسائل الإعلام ، البريد المباشر ، فريق مبيعات من العاملين بالصندوق . يقال على مبيعات الصندوق بهذه الطريقة ، بدون حمل " ، لأنه لا توجد تكلفة مبيعات . تسترد تكاليف التسويق كجزء من أتعاب الإدارة السنوية . تميل الصناديق القياسية إلى أن تباع مباشرة ؛ الصناديق المدارة تباع غالباً من خلال وكلاء .

سوبر ماركت الصناديق التبادلية . يتمثل في الابتكار الجديد في التوزيع من خلال "سوبر ماركت " صناديق الأموال المتبادلة . يستطيع المستثمر الذي لديه حساب في مثل هذا السوق أن يختار من بين مئات الصناديق التي تقدمها شركات الإدارة المختلفة . يكون من السهل أيضاً نقل الأموال من صندوق إلى آخر . لا توجد تكلفة مبيعات على المستثمر . تحصل السوق على مكافأتها من مدير الصناديق المشتراه .

قدم أحد سماسرة القطع الفكرة ، ولكن سرعان ما تبناها آخرون - بما في ذلك كبرى شركات إدارة صناديق الأموال . من خلال سوبر ماركت خاص بها ، تسوق Fidelity الآن صناديق شركات إدارة أخرى بالإضافة إلى صناديقها الخاصة .

التوزيع عبر الانترنت Online . كانت شركات الإدارة بطيئة نسبياً في تبني الانترنت كقناة توزيع . إحدى المشكلات التسديد . تتمثل المشكلة الأخرى بالنسبة لصناديق التحويل في خطر اغتراب المودعين الحاليين نتيجة خضوعهم للمنافسة ( هذه عقبة أيضاً ، بالنسبة لبيع التأمين عبر الانترنت ) . ومع ذلك ، تستخدم معظم شركات التأمين الانترنت لتزويد عملائها بالمعلومات ولتسمح لهم بنقل أموالهم من صندوق إلى آخر . سوبر ماركت صناديق الأموال كانت الأسرع في استخدام الانترنت : في عام 1999 كانت Schwab تسير 40 في المائة من عملياتها online وشركة Fidelity أكثر من 30 في المائة .

أهمية الخدمة . العامل الذي يعتبر الأكثر أهمية في جذب والاحتفاظ بالمستثمرين يتمثل في جودة الخدمة التي يمكن أن تقدمها شركة الإدارة . يتوقع المستثمرون أن يكونوا قادرين على إجراء عملياتهم بسرعة وثقة عبر التليفون أو الانترنت . تكون جودة الخدمة حرجة بصفة خاصة في فترات اضطراب سوق الأسهم . حينئذ يرتفع حجم العمليات بشدة والمستثمرون القلقون يكونون أكثر حساسية لحالات التأخير والفسل . مفتاح الخدمة الجيدة يتمثل في تكنولوجيا المعلومات ، وهذا يمثل تكلفة ليست بالقليلة . على سبيل المثال ، تنفق Fidelity ما يقرب من 500 مليون دولار سنوياً في تحسين أجهزة الكمبيوتر ونظم معلوماتها .

أهمية سجلات المتابعة . الصناديق المدارة التي تجذب معظم الأموال من المستثمرين ليست مستغرباً أنها الوحيدة التي تحقق أعلى إيرادات . إحدى وكالات التقييم Morningstar قيمت أداء صناديق الأموال ، ووجدت أن الصناديق التي التلت الأعلى تجذب ما يقرب من 80 في المائة من النقدية الجديدة . بالطبع يأتي معظم هذا من صناديق أخرى حيث يتحول المستثمرون من صندوق إلى آخر بحثاً عن العائدات الأعلى . في عقد الستينيات ( 1960 ) باع المستثمرون 7 في المائة من صناديق أسهمهم سنوياً . في عام 1999 باعوا حوالي 40 في المائة .

استجابة للضغوط التنافسية ، يتاجر المديرون بشراسة بحثاً عن العائدات الأعلى . في عقد الستينيات ( 1960 ) ، تعاملوا في حوالي 15 في المائة من حافظة أموالهم سنوياً . بحلول عام 1999 ارتفعت النسبة إلى أكثر من 90 في المائة . بالطبع المزيد من التعاملات يعني تكاليف أكثر ارتفاعاً ، وضرائب أكبر . ليس مستغرباً أن تكون المصروفات في تزايد مستمر .

## اقتصادات الحجم

كما هو الحال مع المؤسسات الوسيطة الأخرى ، تتمتع شركات إدارة صناديق الأموال التبادلية باقتصادات حجم لافتة . بداية توجد الاقتصادات المالية . الحوافز المالية الأكبر يمكن بسهولة تنويعها ؛ أيضاً المعلومات والمهارة المطلوبة لإدارة حافظة قيمتها 1 بليون دولار تختلف قليلاً عن تلك المطلوبة لإدارة حافظة قيمتها 1 مليون دولار . وبالمثل ، شركات الإدارة التي تقدم للمستثمرين اختياراً أكبر بين صناديق أموال مختلفة أكثر احتمالاً للاحتفاظ بأموالها . على الجانب الآخر ، يوجد أيضاً ، تبديد مالي . نجد صناديق الأموال الأكبر أنه من الصعب أن تتفوق على السوق في الأداء :

عندما تشتري ترتفع الأسعار ، وعندما تبيع تهبط الأسعار . لهذه الأسباب ، بعض الصناديق الكبيرة ، قد أغلقت أبوابها حديثاً أمام المستثمرين الجدد .

بسبب أهمية التوزيع وتكنولوجيا المعلومات توجد اقتصاديات تشغيلية ضخمة لشركات الإدارة . تزيد التكاليف العامة في أجهزة الكمبيوتر والأفراد أكثر قليلاً من تناسبها مع مبلغ الأصول الذي يدار من خلال شركة إدارة معينة . لذلك ، مع كبر المبلغ الإجمالي الخاضع للإدارة ، ينخفض متوسط التكاليف ؛ ومع انخفاض التكاليف ترتفع أرباح شركة الإدارة .

لقد لطف إنشاء أسواق السوبر ماركت المالية إلى حد ما من اقتصاديات الحجم التشغيلية من خلال العناية بالتوزيع وتشغيل العمليات الخاصة بشركات إدارة صناديق الأموال الصغيرة . ومع ذلك ، أصبحت الأخيرة تحت رحمة الأولى بصورة ضخمة . ينتمي العملاء إلى السوبر ماركت أكثر من انتمائهم إلى الصندوق ، والصندوق لا يعرف حتى مجرد اسم العميل .

أخيراً ، اقتصاديات الحجم القائمة على السمعة . كما قد رأينا ، سجل المتابعة الجيد يجذب الأعمال . ومع ذلك ، سجل المتابعة الجيد يشبه الحظ بدرجة كبيرة . شركة الإدارة ذات الكثير من الصناديق المختلفة من المحتمل كثيراً أن ترى واحداً منها على الأقل في أعلى مستويات التقييم من منظور معين . سوف يستولي نجاح مثل هذا الصندوق على اهتمام المستثمرين ويشدهم إلى صناديق أخرى تديرها الشركة .

## *Consolidation*

## التوحد

بسبب اقتصاديات الحجم ، يوجد حافز قوي للتوسع . أحد الطرق إلى هذا من خلال النمو عضوياً . لذلك ، توجد بصفة خاصة منافسة عنيفة بين شركات

الإدارة لجذب حسابات جديدة . الطريقة الثانية لزيادة الحجم من خلال الاندماج والتملك . شهد عقد التسعينيات ( 1990 ) موجة من التوحد حيث الكثير من الشركات الصغيرة في مجال الإدارة دخلت في عملية اندماج أو تملك .

بل أن بعض شركات إدارة صناديق الأموال تملكها مؤسسات مالية أخرى ، وخاصة شركات التأمين على الحياة . يرجع السبب إلى اقتصاديات المجال في إدارة التوزيع ، التشغيل والاستثمار . قد صحت اقتصاديات المجال أيضا شركات إدارة صناديق الأموال إلى أنشطة مرتبطة مثل السمسرة . وقد توسعت صناديق الأموال ذات الأسواق النقدية خدماتها المصرفية لتوفير كروت ATM والتسديد الآلي للفواتير .

### اللوائح التنظيمية لصناديق الأموال المتبادلة

في الولايات المتحدة تعتبر صناديق الأموال أقل كثيراً في خضوعها للوائح المنظمة منها في حالة صناديق المعاشات . تركز اللوائح الفيدرالية ولوائح الولايات أساساً على التقارير والشفافية . يتمثل الغرض في ضمان أن المستثمر لديه فهم واضح عن الأخطار والأتعاب .

تخضع صناديق الأموال لنفس اللوائح العامة كتلك التي تخضع لها الشركات التي تتعامل تجارياً مع الجماهير . طبقاً لقانون 1933 ، وقانون 1934 بشأن الأوراق المالية ، كل الإصدارات الجديدة يجب أن تسجل مع SEC ، وأي إغراءات للشراء يجب أن ترفق مع النشرة التمهيدية مع تفصيل طبيعة الورقة . لأن الصناديق مفتوحة النهاية تقدم باستمرار إصدارات جديدة، فإنها بصورة دائمة في حالة تسجيل .

تناول " قانون الشركة الاستثمارية 1940 " بصفة خاصة صناديق الأموال المتبادلة أحكامه الأساسية تسجيلها للوحة التالية .

## اللوحة 10 - 8

### قانون الشركة الاستثمارية 1940

- ينظم لامحيا تشكيل مجلس الإدارة وطبيعة العقد مع شركة الإدارة .
- يتطلب أن توثق سياسة الاستثمار المرجوة مع SEC . قد تتغير هذه السياسة فقط في حالة موافقة المساهمين .
- يحظر على صناديق الأموال إصدار ديون بيع أوراق مالية على المكشوف ، أو الشراء على المكشوف .

طبقا للنظرية الضرائبية ، صندوق الأموال المتبادلة معفي من الضريبة الفيدرالية على دخل الشركات ، إذا وزع على الأقل 90 في المائة من دخله الخاضع للضريبة على المساهمين ( توزع معظم الصناديق 100 في المائة ) . بالطبع ، المساهمون أنفسهم خاضعون للضريبة على هذا الدخل.

للتأهيل لتمثل هذا الإعفاء الضريبي يجب أن يكون الصندوق التبادلي متنوعاً . التفسير الذي أعطي للتنوع غريب إلى حد ما : يعتبر الصندوق متنوعاً إذا احتفظ بنسبة لا تزيد على 10 في المائة من أسهم أي شركة . إنه غريب من زاوية أنه مهتم بحجم مصلحة الصندوق في الشركة التي يشتري أسهمها ، وليس بحجم حافظته المالية التي تمثل هذه المصلحة . من الواضح أن القانون يسعى إلى تقييد سلطة صناديق الأموال على إدارات الشركة ، بدلاً من ضمان التنوع .

## الأموال المؤمنة

نتيجة هذه اللوائح التقييد الضيق جداً للاستراتيجيات الاستثمارية المفتوحة على صناديق الأموال ، يوجد اختيران للهروب من هذه القيود . الأول ، أن تنشئ شركة استثمارية ليست من الناحية القانونية شركة استثمارية ، وبالتالي ليست معرضة للخضوع للوائح التنظيمية . الثاني ، أن تنشئ شركة استثمار بعيدة عن الشاطئ offshores ، بعيدة عن دائرة التشريع اللاتحي . كلا النوعين من الصناديق موجودة ومعروفة على أنها صناديق مغطاة ( مؤمنة ) . يطلق عليها هذا الاسم لأنها على خلاف صناديق الأموال الخاضعة للوائح التنظيمية ، تستطيع أن تجد لأقدامها مواضع راسخة في سوق المشتقات .

كيف تنشئ شركة استثمار وليست كذلك ؟ حتى عام 1997 أي صندوق أموال بعدد من المستثمرين أقل من 100 مستثمر يعامل على أنه لا يبيع أوراق مالية إلى الجمهور وكان لذلك معيافاً من قانون الشركة الاستثمارية ، ومن لوائح SEC التنظيمية . في عام 1997 امتد الإعفاء إلى عدد غير محدود من المستثمرين الذين يمكن أن يسري عليهم الإعفاء . كان يعني هذا المؤسسات التي تزيد أصولها على 25 مليون دولار ، والأفراد الذين تزيد أموالهم على 5 مليون دولار .

بدون الحماية اللاتحية ، كيف يعرف المستثمرون في الصناديق المغطاة تأمينياً أن مصالحهم سوف تكون آمنة ؟ الإجابة هي الحوافز . نمطياً، ينشأ الصندوق المغطى كمشاركة محدودة ، على أن يستثمر مديرو الصندوق مبلغاً كبيراً من أموالهم الخاصة في رأس مال الصندوق . تعتمد مكافأتهم إلى حد كبير على العائد الذي يحققه الصندوق للمستثمرين ( تعتمد أتعاب المديرين في الصناديق الخاضعة للوائح التنظيمية قليلاً - إذا كان هناك اعتماد - على أداء الصناديق ) . كما هو الحال مع الصناديق التبادلية

العادية ، توجد حوافز للشهرة أيضا : يستطيع مدير الصناديق المغطاة جذب المستثمرين إلى صناديق جديدة فقط من خلال تحقيق عائد جيد للصناديق القائمة .

أحد عيوب الصناديق المغطاة بالنسبة للمستثمرين يتمثل في ضعف سيولتها . لأن أوضاعها غالباً أقل سيولة من الصناديق التبادلية العادية ، فإن الصناديق المغطاة تطلب عادة من المستثمرين أن يضعوا أموالهم لفترة تمتد إلى سنوات ، مع إمكانية محدودة لسحبها .

قد كان سجل الاستثمار في الصناديق المغطاة مختلطاً . في بعض الفترات حققت مكاسب لافتة . تدفقت إليها الأموال ، ونما عدد الصناديق المغطاة وأحجامها بسرعة كبيرة . في فترات أخرى حققت خسائر لافتة أيضاً ، وسحب المستثمرون أموالهم ، وطالبوا بلوائح تنظيمية أكثر صرامة . على الرغم من أن الصناديق المغطاة ظهرت في أواخر عقد الأربعينيات ( 1940 ) ، فإنها انطلقت حقيقة بعد بعض النجاحات في بداية التسعينيات ( 1990 ) . ومع ذلك ، ظهرت بوادر تدهور في التقارير غير المنتظمة في منتصف التسعينيات ( 1990 ) . التوسع في الإعفاء في عام 1997 ، جعل هيكل الصناديق المغطاة أكثر جاذبية للشركات التي تدير صناديق الأموال الخاضعة للوائح ، وأضاف الكثير منها الصناديق المغطاة إلى قوائم عروضها .

لأن الصناديق المغطاة غير خاضعة للوائح التنظيمية ، فإن البيانات عنها ضئيلة . في نهاية عام 2000 ، كان يعتقد بأنها ما بين 2.500 إلى 5.000 صندوق مغطى على مستوى العالم ، نصفها تقريباً في الولايات المتحدة ، ومعظم الباقي في مراكز مالية بعيدة عن الشاطئ ، مثل برمودا وبلدان الكاريبي . كان إجمالي الأصول ما بين 200 إلى 300 بليون دولار .

معظم الأموال كانت صغيرة ، لدى النصف أصول أقل من 25 مليون دولار،  
و فقط 32 صندوقاً أكثر من 1 بليون لكل منها .

على خلاف الصناديق المتبادلة العادية ، مسموح للصناديق المغطاة  
بالاقتراض . ومن ثم ، فإن إجمالي مبلغ الأصول التي تحتفظ به ، يمكن أن  
يكون أكبر كثيراً من المبلغ المستثمر فيها . تقترض الصناديق المغطاة  
النمطية دولاراً لكل دولار مستثمر . البعض لديه نسبة رافعة مالية أكبر ،  
وصل في أحدها إلى 25 ضعفاً ، إلى حد أنه كان يخشى من تهديده لكل  
الأسواق المالية في حالة إعساره .

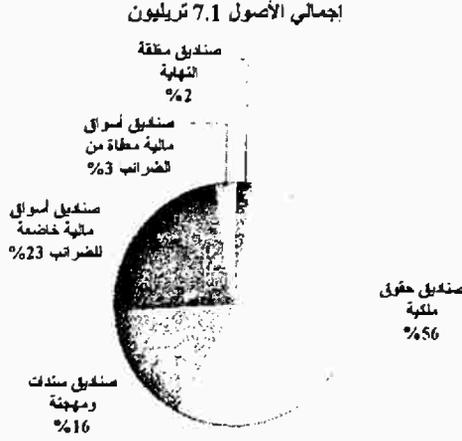
### الصناديق المالية المتبادلة اليوم

موجة الاندفاع الحديثة في نمو الصناديق المالية المتبادلة في الولايات المتحدة .  
انتعاش أسواق الأسهم يعتبر جيداً بالنسبة لصناعة الصناديق التبادلية . لذلك ،  
ليس مستغرباً ، أن صناديق الأموال التبادلية قد شهدت نمواً سريعاً في عقد  
التسعينيات ( 1990 ) . ومع ذلك ، يوجد الكثير وراء هذه الفترة من النمو  
غير صحوة السوق في ذاتها . أعطت التغيرات في طبيعة توفير الاعتزال  
مثيراً قوياً على المدى الطويل . لقد زادت أهمية خطط معاش المساهمة  
المحددة ، 401 ( K ) ، IRAs ، وقد ذهبت معظم الأموال في هذه البرامج  
إلى صناديق الأموال المتبادلة .

تظهر اللوحة 10 – 9 توزيع الأصول بين الأنواع المختلفة من  
صناديق الأموال المتبادلة في نهاية عام 2000 .

## اللوحة رقم 10 - 9

### أصول صناديق الأموال المتبادلة بحسب النوع نهاية عام 2000



المصدر: Investment Company Institute of Mutual Funds: Fact Book 2001.

صناديق الأموال المتبادلة في بلدان أخرى . في عام 2000 ، كانت أصول صناديق الأموال المتبادلة في البلدان الأخرى غير الولايات المتحدة 4.8 تريليون دولار (مقارنة بما يزيد على 7 تريليون دولار في الولايات المتحدة). حتى الحرب العالمية الثانية ، كانت صناديق الأموال المتبادلة أساساً مؤسسات أنجلو أمريكية ، إلى حد كبير ، بسبب أن أسواق الأسهم ، كانت أقل أهمية كثيراً في البلدان الأخرى . في القارة الأوروبية وفي اليابان ، كان التمويل طويل الأجل تجريه أساساً البنوك الصناعية أو الشاملة . كانت الديون والأسهم العادية التي تصدرها هذه المؤسسات آليات مهمة للتوفير طويل الأجل للأفراد . بينما أنشئ عدد قليل من صناديق الأموال التبادلية في فرنسا ، سويسرا ، واليابان في عقد الثلاثينيات ( 1930 ) ، فإن النمو الجاد لم يحدث حتى عقد الخمسينيات ( 1950 ) .

شهد عقد التسعينيات ( 1990 ) توسعاً كبيراً في صناديق الأموال المتداولة في أوروبا : ما بين عامي 1991 ، وعام 2000 ، إجمالي الأصول في صناديق الأموال نما خمسة أضعاف ليصل إلى ما يقرب من 3 تريليون دولار . كان هذا التوسع جزئياً بسبب كل من حالات القلق حول برامج الضمان الاجتماعي ، وجزئياً بسبب الخصخصة في بعض البلدان . وأيضاً جزئياً بدافع الحماس المتزايد للاستثمار في الأسهم نتيجة لازدهار أسواق الأسهم . قد أثبتت صناديق الأموال ذات الأسواق النقدية شعبيتها بتميز واضح في عديد من البلدان ، وخاصة في فرنسا . ولأنه لم يكن مسموحاً بها في ألمانيا حتى عام 1994 ، تدفقت أموال المستثمرين الألمان إلى صناديق الأموال ذات الأسواق النقدية بعيداً عن الشاطئ في لوكسمبرج .

قد ساعد الاتحاد الأوروبي EU على خلق " سوق واحدة " في المنتجات المالية ، والتي أدت إلى النمو في أوروبا . سلسلة من الأدلة التوجيهية جعلت من السهل بيع صناديق الأموال المتبادلة عبر الحدود القومية . إن صندوق الأموال المسجل في إحدى الدول أعضاء EU يمكن أن يباع في أي بلد عضو آخر . قد ساعد أيضاً تبني الكثير من الأعضاء في EU عملة واحدة اليورو Euro . ومع ذلك ، لا تزال هناك عقبة واحدة كبيرة - التوزيع . في معظم دول القارة الأوروبية في قبضة البنوك ، التي تباع فقط صناديقها الذاتية . ولذلك من الصعب على من هم خارج دائرة البنوك اختراق التوزيع . ومع ذلك بدأت بعض المؤسسات المالية مثل باركليز ، Citi ، وأيضاً Fidelity تقدم صناديق سوبر ماركت online في أوروبا .

## التلخيص

- الإعداد للاعتزال يعتمد في الاقتصاديات المتقدمة إما على عائد برامج الضمان الاجتماعي أو على المدخرات .
- تمول برامج الضمان الاجتماعي من الضرائب على العمل . إنها لا تعتمد على الإدخارات، ولكن بدلاً من ذلك ، أحد الأجيال يدفع من أجل الجيل المعتزل .
- تعاني برامج الضمان الاجتماعي من اضطراب في معظم البلدان بسبب تدهور الخصائص الديمغرافية ، وتأثيرات تحفيزية سيئة ، لذلك ، تسعى الحكومات باستمرار إلى برامج تكميلية أو إحلال برامج تستند إلى الادخار .
- بالنسبة لادخار الاعتزال ، العائد والخطر أكثر أهمية من السيولة . العائد أعلى بصفة عامة في حالة الأصول طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات . الأخطار الأكثر أهمية تتمثل في أخطار الاستثمار ، وخاصة خطر التضخم ، وخطر الحياة المعمرة .
- يمكن أن يساعد النظام المالي ( خطط المعاش ، صناديق الأموال المتداولة ، شركات التأمين على الحياة ) في تحسين كفاءة الادخار من خلال اقتصاديات الحجم ، التجميع التراكمي ، وتجارة الأخطار .
- يعطي قانون الضرائب ميزة للتأمين على الحياة وليس الادخار الفردي ، وتعطي خطط المعاش ميزة للثنيين .
- بدأت خطط المعاش التي يمولها أصحاب العمل كسند أداء للعاملين . لقد حققت ازدهاراً ضخماً أثناء الحرب العالمية الثانية ، حيث كانت الطريقة الوحيدة التي يمكن أن تتنافس بها الشركات لجذب العمالة النادرة . لقد

نمت منذ ذلك الوقت بصورة متواصلة ، وخاصة بسبب المزايا الضرائبية .

- طبقا لخطة المزايا المحددة ، يعتمد معاش الدفعة الواحدة على الأجر في السنوات الأخيرة من العمل ( يوفر هذا بعض الحماية ضد التضخم ) .
- تكون خطة المعاش ممولة إذا جنب صاحب العمل أصولاً معينة لتغطية التزامات الخطة . لا تؤثر درجة التمويل على توفير الخطة المزايا الموعودة .
- طبقا لخطة المساهمة المحددة ، يرتب الممولون تسديدات محددة في حساب كل مشارك . أحيانا ، قد يقدم المشاركون مساهمة تطوعية . تتزايد حصة خطط المساهمة المحددة ؛ وعلى الأخص خطط ( K ) 401 التي تحظى بشعبية كبيرة .
- خطة توازن النقدية التي قدمت حديثاً ، على الرغم من أنها تبدو كخطة مساهمة محددة ، إنها في الواقع خطة مزايا محددة مع نوع مختلف من معادلة حساب المزايا .
- التشريع الأساسي الذي ينظم خطط المعاش ( المزايا المحددة الخاصة ) هو ERISA . يضع هذا معايير الاستحقاق ، التمويل ، والإدارة ، وأنشأ PBGC لضمان المعاشات .
- توفر IRAs تأجيل ضرائب ادخار الاعتزال للعاملين في الشركات التي ليس بها خطط معاشات .
- كنتيجة لتشريع ERISA ، قد حاول الممولون أن تساير الأصول الخصوم . قد خلق هذا طلبا على الأوراق المالية مثل الخزانة أو شرائح الرهونات التي لها عائد اسمي معروف ، وخطر إعادة استثمار قليل أو غير موجود .

- تخدم صناديق الأموال المتداولة الحاجات إلى خطط المعاشات ، وإلى توفير الأفراد من أجل اعتزالهم . إنها توفر أيضا آلية جذابة للتوفير طويل الأجل لأسباب أخرى . تتنافس صناديق الأموال ذات أسواق النقدية مع البنوك كآليات ادخار قصير الأجل .
- يوجد تنوع كبير في أنواع الصناديق : مغلق النهاية ، مفتوح النهاية ، قابل للتعامل مع البورصة ، مدار أو قياسي ، محمّل أو غير محمّل : تختلف الصناديق القياسية في المؤشر الذي تحاكيه ؛ وتختلف الصناديق المدارة في أهدافها الاستثمارية .
- تدير صناديق الأموال شركات الأوراق المالية ، شركات التأمين ، والشركات التي تخصص في هذه المهمة . تدير البنوك الصناديق الاستثمارية التي تكون متشابهة وظيفياً .
- تتوقف اقتصاديات صناعة الأموال المتبادلة على التوزيع . قد أدت اقتصاديات الحجم التشغيلية وذات السمعة الطيبة إلى التوحد ، واقتصاديات المجال في التوزيع إلى تملك مؤسسات مالية أخرى لشركات إدارة صناديق الأموال . قد قلبت سوبر ماركت صناديق الأموال هذا الاتجاه رأساً على عقب .
- صناديق الأموال المتبادلة معرضة لقوانين الأوراق المالية العامة ، ولكنها نسبياً ، من حيث التنظيم اللائحي أكثر مرونة .
- صناديق الأموال المغطاة أساساً صناديق أموال غير خاضعة لائحيا . في غيبة التنظيم اللائحي ، فإنها تنظم هيكلية لحراسة مصالح المستثمرين .
- حدث تسريع لنمو صناديق الأموال التبادلية في السنوات القليلة الماضية . بسبب أسعار الفائدة قصير الأجل المنخفضة ، قد تحول المستثمرون

إلى الأصول طويلة الأجل عبر مشتريات الصناديق التبادلية . قد أعطت الشعبية الضخمة لخطط 401 ( K ) الازدهار لصناديق الأموال التبادلية. تنمو صناديق الأموال التبادلية في بلدان أخرى أيضا .

### أسئلة للمناقشة

1 — لماذا ينخرط أصحاب الأعمال في ادخار اعتزال عمالهم ؟ ما المزايا التي تعود على كل من الطرفين . أي طرف في إجابتك يحول أرصدة الخطة إلى نقدية ؟ اشرح .

2 — أ تعرض عليك صاحب العمل المحتمل خطة معاش ميزة محددة غير ممولة ، مع استحقاق غير مؤكد بعد 3 سنوات ، الخطة غير قابلة للانتقال . ماذا يعني كل هذا ؟

ب — لقد عرض عليك صندوق أموال قياسي عالمي مفتوح النهاية ، غير محمل ، ما معنى هذا بالضبط ؟

3 — بالنسبة لكل من صندوق أموال مغلق النهاية ، مفتوح النهاية ، قابل للتعامل في البورصة ، ومغطى :

أ — كيف يتم توفير السيولة ؟

ب — كيف يتحدد السعر ؟

ج — هل تستطيع أن تأخذ وضعا له رافعة مالية ؟ إذا كان كذلك ، كيف ؟

د — هل تستطيع أن تأخذ وضعا على المكشوف ؟ إذا كان كذلك ، كيف ؟

4 — ما هو الفرق بين صندوق الأموال القابل للتداول في البورصة ، وصندوق الأموال ذي النهاية المغلقة ؟ لماذا لا يعاني الأول من مشكلات الثاني ؟

5 - من وجهة نظر المدخر ، قارن الآليات المختلفة لادخار الاعتزال -  
التأمين على الحياة ، خطط معاش المزايا المحددة ، خطط معاش  
المساهمة المحددة ، الصناديق التبادلية ، الاستثمار المباشر في  
الأوراق المالية . كيف يختلف كل منها من حيث الخطر ، العائد  
والسيولة ؟

6 - هل تدخل الحكومة في ادخار الاعتزال مبرر ؟ ( استخدم إطار العمل  
في الفصل الثالث ، ومناقشة تدخل الحكومة في التأمين في الفصل  
التاسع ) ما هي أشكال تدخل الحكومة في هذا المجال ؟ كيف أن  
تدخل الحكومة قد شكل طبيعة ادخار الاعتزال ؟ هل تأثيرات هذا  
التدخل مفيدة ؟

7 - ما هي التدخلات بين صناديق المعاش ، شركات التأمين على الحياة ،  
وصناديق الأموال المتبادلة ؟

8 - هل التحول من المزايا المحددة إلى خطط المساهمة المحددة التي يديرها  
العاملون مرغوبة من وجهة نظر المشاركين ؟ ما هي الإيجابيات  
والسلبيات ؟ ما مضامينها بالنسبة للنظام المالي ؟ 9 - كيف تختلف  
صناديق الأموال التبادلية والبنوك ؟ ما هي التشابهات ؟ استخدم أطر  
العمل التي جاءت في الفصول 2 ، 5 .

10 - إذا كانت شركات إدارة صناديق الأموال حرة في توسيع نشاطها إلى  
أين تعتقد أن اقتصاديات الحجم سوف تقودها .

- American Council of Life Insurance Pension Facts.  
Washington, DC (annual). Bodie, Zvi "Pensions as  
Retirement Income Insurance."  
Journal of Economic Literature 28 (March 1990)  
28-49.  
———. "Managing Pensions and Retirement  
Assets  
An International Perspective." American Enterprise  
Institute for Public Policy Research, May 1990  
Born, Karl Erich. International Banking in the 19th and  
20th Centuries. New York: St. Martin's Press.  
1983 Davis, E. P. "Financial Market  
Activity of Life  
Insurance Companies and Pension Funds."  
Economics Paper, No. 21, Bank for International  
Settlements, Basle, January 1988. Edwards.  
George W. The Evolution of Finance  
Capitalism. London: Longmans, 1938. Investment  
Company Institute Mutual Fund Fact Book  
Washington, DC (annual) Ippolito, Richard A. "A  
Study of the Regulatory Effect  
of the Employee Retirement Income Security Act."  
Journal of Law & Economics 31 (April  
1988)  
85-125. Krooss, Herman E., and Martin K  
Blyn A History of  
Financial Intermediation New York  
Random  
House, 1971. Lavington, Frederick  
The English Capital Market  
London: Methuen, 1921. Neufeld, E  
P. The Financial System of Canada Its  
Growth and Development New York: St  
Martin's  
Press, 1972. Sellon, Gordon H., Jr  
"Changes in Financial  
Intermediation. The Role of Pension and  
Mutual  
Funds." Federal Reserve Bank of Kansas  
City  
Economic Review, third quarter 1992, 53-  
70 Stocks, Bonds, Bills, and Inflation  
Yearbook.™ Chicago  
Ibbotson Associates, 1992 Annual updates  
by  
Roger G. Ibbotson and Rex A  
Sinquefeld, Warshawsky, Mark J "Pension  
Plans: Funding, Assets,  
and Regulatory Environment " Federal  
Reserve  
Bulletin, November 1988, 717-730

مطابع الدار الهندسية/القاهرة

تليفاكس: ٥٤٠٢٥٩٨ عمول: ٠١٢٢٣١٩٠١١