جامعة يحي فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

الدكتورة: قاسم شاوش لمياء

محاضرات في مادة الأسواق المالية

مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة تخصص نقدي وبنكي

السنة الجامعية2017 /2018

الفهرس العام

الفهرس العام.....ا
قائمة الأشكال والجداول .....
مقدمة.....
المحور الأول: العملية التمويلية.....1
1-مفهوم التمويل.....1
1-1-تعريف التمويل.....1
1-2-أهمية التمويل.....2
1-3-العوامل المؤثرة في إختيار طرق التمويل.....2
2-التمويل الذاتي الداخلي.....3
2-1-الإهتلاكات.....3
2-2-الأرباح المحتجزة.....4
2-2-1-الإحتياط القانوني.....4
2-2-2-الإحتياط النظامي والإحتياطات الأخرى.....5
2-2-3-الأرباح المرحلة أو المستقاة.....5
2-3-المؤونات ذات الطابع الإحتياطي.....5
2-3-1-مؤونة نقص قيمة الأصول.....5
2-3-2-مؤونة الأخطار والتكاليف.....6
2-3-3-المؤونات المنظمة.....6
2-3-3-1-مؤونة مخصصة للإستثمار.....6
2-3-3-2-مؤونة إرتفاع الأسعار.....7
3-التمويل الخارجي..... 7
3-1-التمويل طويل ومتوسط الأجل.....7
3-1-1-التمويل بالمديونية طويلة الأجل.....7
3-1-2-التمويل بالمشاركة في رأس المال.....8
3-1-3-التمويل بالتأجير.....8
3-2-التمويل قصير الأجل.....9

3-2-1-التمويل التلقائي.....9
3-2-2-التمويل التفاوضي أو المصرفي.....10
المحور الثاني : السوق المالي 11
1-تقسيمات السوق المالي.....11
1-1-السوق النقدي وأهميته.....12
1-1-1-تعريف السوق النقدي.....12
1-1-2-مكونات السوق النقدي.....13
1-1-2-1-السوق الأولي.....13
1-1-2-2-السوق الثانوي.....13
1-1-3-المتدخلون في السوق النقدي.....13
1-1-3-1-الأفراد والمؤسسات.....13
1-1-3-2-الجهاز النقدي والمالي.....14
1-1-3-2-1-البنوك التجارية.....14
1-1-3-2-2-البنك المركزي.....14
1-1-3-2-3- الوسطاء غير المزودين بسلطة إصدار النقود.....14
1-1-3-2-4- الخزينة العمومية والمتعاملين معها.....14
1-2-سوق رؤوس الأموال.....14
1-2-1-تعريف سوق رؤوس الأموال.....15
1-2-2-خصائص سوق رؤوس الأموال.....15
2-ماهية بورصة القيم المنقولة.....16
2-1-تعريف بورصة القيم المنقولة..... 16
2-2-مكونات أو الإطار العام لبورصة القيم المنقولة.....17
2-2-1-السوق الأولي.....17
2-2-2-السوق الثانوي.....17
2-2-2-1-الأسواق المنظمة.....17
2-2-2-2-الأسواق غير المنظمة.....17
2-3-النظام الداخلي للبورصة.....18

2-3-1-الجمعية العامة.....18
2-3-2-لجنة البورصة.....18
2-3-3-هيئة التحكيم.....18
2-3-4-مجلس التأديب.....18
3-وظائف البورصة.....19
3-1-إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية.....19
3-2-تأمين المنافسة ووسيلة لإلتقاء العرض والطلب.....20
3-3-وظائف مكملة أخرى.....21
3-3-1-تشجيع الإدخار والإستثمار وتوجيههما.....21
3-3-2-وسيلة لتحويل الهياكل الصناعية والتجارية.....21
3-3-3-البورصة بارومتر.....21
3-3-4-المضاربة.....21
4-أهم بورصات الدول المتقدمة.....22
4-1-سوق نيويورك للأوراق المالية.....22
4-1-1-لمحة تاريخية عن سوق نيويورك للأوراق المالية.....23
4-1-2-هيئات رقابة وتنظيم بورصة نيويورك.....23
4-1-3-شروط الدخول لبورصة وول ستريت وآليات التفاوض بها.....24
4-2-سوق لندن للأوراق المالية.....25
4-2-1-سوق الإصدارات الجديدة.....26
4-2-1-1-إصدارات الدولة البريطانية للأوراق المالية.....26
4-2-1-2-إصدارات الشركات البريطانية للأوراق المالية وإصدارات القيم الأجنبية.....26
4-2-2-تنظيم بورصة لندن.....27
4-3-بورصة باريس.....27
4-3-1-لمحة تاريخية عن البورصة في فرنسا.....27
4-3-2-السلطات الوصية على بورصة باريس.....28
4-3-2-1-لجنة عمليات البورصة.....28
4-3-2-2-مجلس أسواق رؤوس الأموال.....29

4-3-2-3-وصاية السلطات النقدية والبنكية.....29
4-4-السوق المالية اليابانية.....29
4-4-1-سوق الأسهم.....30
4-4-2-سوق السندات.....31
المحور الثالث : الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية.....33
1-الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال.....33
1-1-الأوراق المالية التي تمثل ملكية للشركة.....33
1-1-1-الأسهم العادية.....33
1-1-1-1-الأسهم العادية لإقتسام الإنتاجية.....34
1-1-1-2-الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة.....34
1-1-1-3-الأسهم العادية المضمونة.....34
1-1-2-الأسهم الممتازة.....35
1-1-2-1-الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة.....36
1-1-2-2-الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت.....36
1-1-2-3-الأسهم الممتازة مجمعة للأرباح وغير مجمعة للأرباح.....36
1-1-2-4-الأسهم الممتازة المشاركة وغير المشاركة في الأرباح..... 36
1-2-الأوراق المالية التي تمثل دينا على الشركة.....37
1-2-1-خصائص السندات.....37
1-2-2-أنواع السندات.....38
1-2-2-1-سندات لاتحمل معدل كوبون.....38
1-2-2-2-سندات ذات معدل فائدة متحرك.....38
1-2-2-3-السندات ذات الدخل.....38
1-2-2-4-السندات الرديئة..... 38
1-2-2-5-سندات المشاركة.....39
1-2-2-6-السندات الدائمة.....39
1-2-2-7-الأوراق المالية الحكومية.....39
1-2-2-8-أصول مالية أخرى.....39

1-3-مقارنة بين السهم والسند.....40
1-4-الأوراق المالية القابلة للتحويل.....41
2-الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد.....42
2-1-أذونات الخزينة.....42
2-2-الأوراق التجارية.....42
2-3-القبولات البنكية.....43
2-4-شهادات الإيداع القابلة للتداول.....43
2-5-قرض الدولار الأوروبي.....43
2-6-إتفاقيات إعادة الشراء.....43
2-7-القروض الفيدرالية.....44
المحور الرابع:عقود المعاملات في الأسواق المالية.....45
1-ماهية المشتقات المالية.....45
1-1-تعريف المشتقات المالية.....45
1-2-سبب الحاجة للمشتقات المالية.....46
1-3-آلية وهدف العقود المستقبلية.....47
2-مخاطر إستخدام المشتقات المالية.....47
2-1-مخاطر الإئتمان.....48
2-2-مخاطر السوق.....48
2-3-مخاطر الإحلال.....48
2-4-مخاطر السيولة.....48
2-5-المخاطر القانونية.....49
3-أدوات المشتقات المالية.....49
3-1-العقود آجلة التنفيذ.....49
3-2-المستقبليات.....49
3-3-الخيارات.....50
3-3-1-أنواع الخيارات.....51
3-3-1-1-خيار الطلب(الشراء).....51

3-3-1-2-خيار العرض(الدفع).....51
3-3-1-3-الخيار العاري.....52
3-4-عمليات المبادلة المؤقتة.....52
4-المشتقات المالية من منظور الشريعة الإسلامية.....53
4-1-مشروعية التحوط.....53
4-2-الموقف من المشتقات المالية.....53
5-المشتقات المالية والأزمات المالية.....54
5-1-معالم أزمة الرهن العقاري.....54
5-2-المشتقات المالية والأزمة المالية العالمية.....55
6-تطبيقات في المشتقات المالية.....57
المحور الخامس:تقنيات العمل في بورصة القيم المنقولة.....59
1-المتدخلون في البورصة.....59
1-1-المؤسسات المرخصة بممارسة نشاط الوساطة في العمليات البورصية.....59
1-1-1-شركات التأمين.....59
1-1-2-صناديق التقاعد.....59
1-1-3-البنوك.....60
1-1-4-بيوت السمسرة.....60
1-1-5-شركات الإستثمار.....60
1-2-المتعاملون الآخرون.....61
1-2-1-المستثمرون الأفراد.....61
1-2-2-الشركات والمؤسسات.....62
1-2-3-الجمعيات ذات الطابع غير الربحي.....62
2-شروط ومهام الوسطاء في عمليات البورصة.....62
2-1-شروط الوسطاء الماليون.....62
2-1-1-الشروط المتعلقة بالشخص الوسيط.....63
2-1-2-الشروط الخاصة بمؤسسة الوساطة.....63
2-2-مهام الوسطاء الماليون.....63

2-2-1-الوساطة الزمنية.....64
2-2-2-التأثير في السياسة النقدية.....64
2-2-3-تحويل الثروة من فترة لأخرى.....64
2-2-4-الوساطة للإستثمارات الصغيرة.....64
2-2-5-الحفظ والحماية.....64
2-2-6-توفير المعلومات.....64
2-2-7-النصح والمشورة.....64
2-2-8-التسهيلات الإئتمانية.....65
2-3-أهمية الوسطاء بالنسبة للمتعاملين.....65
3-قواعد وإجراءات ضبط التعامل.....66
3-1-التسعير في البورصة.....66
3-1-1-التسعيرة الرسمية وقيد الأوراق المالية في جدولها.....66
3-1-2-تقنيات التسعير في البورصة.....67
3-1-2-1-التسعير الدوري.....67
3-1-2-1-1-طريقة المناداة.....67
3-1-2-1-2-طريقة الدرج.....67
3-1-2-1-3-طريقة الصندوق.....67
3-1-2-1-4-طريقة المعارضة.....68
3-1-2-2-التسعير المستمر.....68
3-2-أوامر البورصة.....69
3-2-1-الأوامر المحددة لسعر التنفيذ.....69
3-2-1-1-أوامر السوق.....69
3-2-1-2-الأوامر المحددة.....69
3-2-2-الأوامر المحددة لوقت التنفيذ.....70
3-2-2-1- الأوامر المحددة بيوم أو بأسبوع أو بشهر.....70
3-2-2-2-الأوامر المفتوحة.....70
3-2-3-الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ.....70

3-2-3-1-الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة.....70
3-2-3-2-الأمر المفتوح في حدود سعر معين.....70
3-2-4-الأوامر الخاصة.....71
3-2-4-1-أوامر الإيقاف.....71
3-2-4-2-الأوامر المحددة للإيقاف 71
3-2-4-3-أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال.....71
3-3-إجراءات المعاملات وتكاليف تنفيذ الأوامر.....71
3-3-1-إجراءات المعاملات.....72
3-3-2-كيفية سداد قيمة الصفقات.....72
3-3-3-تكلفة تنفيذ الأوامر.....73
3-3-3-1-التكاليف المباشرة.....73
3-3-3-2-التكاليف غير المباشرة.....74
المحور السادس:السيولة والكفاءة والمؤشرات البورصية 75
1-سيولة السوق.....,,,.....75
1-1-السيولة والقيمة السوقية للورقة المالية.....75
1-2-قياس السيولة.....76
1-2-1-هامش ربح صانع السوق.....76
1-2-2-نسبة السيولة.....76
1-2-3-معدل الدوران.....76
1-3-خصائص سيولة السوق.....77
1-3-1-عمق السوق.....77
1-3-2-سرعة إستجابة السوق.....78
2-كفاءة السوق.....78
2-1-الكفاءة الكاملة والكفاءة الإقتصادية.....78
2-2-المرتكزات الرئيسية لتحقيق كفاءة السوق.....80
2-2-1-كفاءة تنظيم السوق.....80
2-2-1-1-وجود إطار تنظيمي واضح المعالم خاص بالسوق.....80

2-2-1-2-تنظيم مهنة الوساطة.....80
2-2-1-3-كفاية التشريعات والإلتزام بتطبيقها.....80
2-2-1-4-تحقيق رقابة الأجهزة المختصة.....81
2-2-2-الكفاءة التقنية للسوق.....81
2-2-2-1-التنويع في الأدوات المالية.....81
2-2-2-2-إيجاد نظام واضح خاص بالعمليات العاجلة والآجلة.....81
2-2-2-3-التأكيد على إستمرارية التعامل في القيم المتداولة.....81
2-2-3-الكفاءة الإعلامية للسوق.....81
2-3-مستويات الكفاءة.....81
2-3-1-فرضية الصيغة الضعيفة.....81
2-3-2-فرضية الصيغة المتوسطة.....82
2-3-3-فرضية الصيغة القوية.....82
3-العلاقة بين الكفاءة والسيولة.....82
4-مؤشرات البورصة.....83
4-1-قدرة المؤشر على التنبؤ بالوضعية الإقتصادية العامة.....83
4-2-كيفية بناء المؤشرات وطريقة حساب قيمتها.....84
4-2-1-ملاءمة العينة.....84
4-2-2-الأوزان النسبية لأفراد العينة المختارة.....85
4-2-2-1-الوزن على أساس السعر.....85
4-2-2-2-الوزن على أساس تساوي الأوزان.....86
4-2-2-3-الوزن على أساس القيمة.....86
4-2-3-طريقة حساب المؤشر.....87
4-2-3-1-مؤشرات تعتمد في حسابها على المتوسط الحسابي.....87
4-2-3-2-مؤشرات تعتمد في حسابها على المتوسط الهندسي.....87
4-3-الإستخدامات الأساسية للمؤشرات.....87
4-3-1-التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق.....87
4-3-2-متابعة أداء محافظ الإستثمارات المالية.....88

4-3-3-تقدير مخاطر المحفظة.....88
4-3-4-الحكم على أداء المديرين المحترفين.....88
5-أهم المؤشرات.....88
5-1-مؤشرات البورصات العالمية.....88
5-2-بعض مؤشرات الأسواق الناشئة.....89
5-3-مؤشرات الأسواق العربية.....89
المحور السابع:الأسواق المالية الإسلامية.....90
1-ماهية الأسواق المالية الإسلامية.....90
1-1-تعريف الأسواق المالية الإسلامية.....90
1-2-مبادئ الأسواق المالية الإسلامية.....91
1-2-1-الإلتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية.....91
1-2-2-الإستثمار الحقيقي وليس الوهمي.....91
1-2-3-المساهمة الحقيقية في التنمية الإقتصادية 92
2-الصكوك الإسلامية.....92
2-1-مفهوم الصكوك الإسلامية.....92
2-2-أهمية الصكوك الإسلامية.....92
2-3-أهداف الصكوك الإسلامية.....93
2-4-خصائص الصكوك الإسلامية.....93
2-4-1-تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة.....94
2-4-2-وثائق تصدر بإسم مالكها بفئات متساوية القيمة.....94
2-4-3-تصدر وتتداول وفقا للشروط والضوابط الشرعية.....94
3-أنواع الصكوك الإسلامية وضوابط إصدارها.....94
3-1- صكوك المضاربة.....94
3-2-صكوك المشاركة.....95
3-3-صكوك المرابحة.....95
3-4-صكوك الإستصناع.....96
3-5-صكوك السلم.....96

3-6-صكوك الإجارة.....96
3-7-صكوك المزارعة.....96
3-8-صكوك المساقاة.....97
4-منهجية وإجراءات التعامل في الأسواق المالية الإسلامية.....97
4-1-في مجال الوساطة في السوق المالي الإسلامي.....97
4-2-في مجال أوامر البورصة في السوق المالي الإسلامي.....98
4-3-تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي.....98
4-4-تنفيذ وتسوية الصفقات في السوق المالي الإسلامي.....98
4-5-عمليات المضاربة في السوق المالي الإسلامي.....98
5-تحديات تواجه السوق المالي الإسلامي.....99
5-1-من الناحية التنظيمية والإدارية.....99
5-2-من حيث التوسع الجغرافي.....100
5-3-من حيث فقه وأسس الزكاة في الأوراق المالية.....100
6-صعوبات وإقتراحات لتطوير الصكوك الإسلامية.....100
6-1-صعوبات تطوير الصكوك الإسلامية.....100
6-1-1-الإختلافات الشرعية.....100
6-1-2-التصنيف الإئتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية.....101
6-1-3-نقص الشفافية في بعض الإصدارات.....101
6-1-4-نقص الموارد البشرية المؤهلة.....101
6-2-إقتراحات لتطوير الصكوك الإسلامية.....101
6-2-1-التوثيق والإفصاح للمعلومات والرقابة.....101
6-2-2-توفر سوق مالية إسلامية كفؤة.....101
6-2-3-توفير مراكز معلومات 102
6-2-4-التميز في خدمة المجتمع.....102
7-السوق المالية الإسلامية الدولية (البحرين).....102
7-1-تأسيس السوق وعضويتها.....102
7-2-أعمال ونشاطات السوق المالية الإسلامية الدولية.....103

7-3-واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية.....104
7-3-1-الحجم الكلي للصكوك الإسلامية المصدرة.....104
7-3-2-إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب جهات الإصدار.....105
7-3-3-إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب النوع.....105
7-3-4-إصدارات الصكوك الإسلامية حسب الدول.....105
قائمة المراجع.....106

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	مكونات سوق المال	12
02	الاستجابة للمعلومات في حالة السوق الكفء وغير الكفء	79

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	مقارنة بين السهم والسند	40
02	حساب قيمة المؤشر على أساس السعر.	85
03	حساب قيمة المؤشر على أساس تساوي الأوزان	86
04	حساب قيمة المؤشر على أساس القيمة .	87

المقدمة العامة

أقدم هذه المطبوعة لطلبة السنة الثالثة تخصص نقدي وبنكي بكلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، تتضمن سبعة محاور في مقياس الأسواق المالية، ويعمل التمويل عموما على تعبئة مدخرات الأفراد والمؤسسات وتخصيص المالية القابلة للإستثمار، وبالتالي تحقيق زيادة في أدوات الدفع التي تعتبر ضرورة إقتصادية، وتتعدد طرق التمويل المتاحة أمام المؤسسة من تمويل ذاتي داخلي يضم الإهتلاكات، المؤونات، والأرباح المحتجزة وتمويل خارجي يضم التمويل بالمديونية، التمويل بالمشاركة في رأس المال، والتمويل بالتأجير بالإضافة للتمويل التفاوضي، وهذا ماتضمنه **المحور الأول: العملية التمويلية**، وتعتبر السوق المالية أحد أهم طرق التمويل المتاحة أمام المؤسسة الإقتصادية، تتضمن سوق النقد وسوق رأس المال والذي تعتبر البورصة أحد أهم مكوناته تتميز بنظامها الداخلي وتقوم بعدة وظائف، وتعتبر البورصات بالدول المتقدمة من أهم البورصات في العالم، وهذا ما تضمنه **المحور الثاني:السوق المالي**، وتعد الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية بإعتبارها السلعة الوحيدة التي تتداول في تلك الأسواق، وتصنف الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية وأخرى مديونية وإمتزجت خصائصها وسماتها في أدوات هجينة، وتشهد أسواق النقد تداول أدوات مالية على المدى القصير، وهذا ماتضمنه **المحور الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية.**

نتحدث من خلال **المحور الرابع: عقود المعاملات في الأسواق المالية** عن المشتقات المالية والتي ينظر إليها على أنها أداة هامة لإدارة وتغطية مخاطر التغيرات السعرية، إضافة إلى كونها أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ لاحقة، وتساهم في تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد، وسرعة تنفيذ الإستراتيجيات الإستثمارية وتحقيق سمة الكمال للسوق، وفي المقابل يؤكد العديد من الباحثين الإقتصاديين في الغرب عن حجم المخاطر التي تسببها المشتقات والتي كشفتها الأزمة المالية العالمية 2008، هذا وتتعارض المشتقات المالية مع مبادئ الشريعة الإسلامية، أما **المحور الخامس: تقنيات العمل في بورصة القيم المنقولة،** فنتحدث من خلاله عن المتدخلون في السوق المالي، شروط ومهام الوسطاء في عمليات البورصة وقواعد وإجراءات ضبط التعامل من طرق التسعير، الأوامر وتكلفة تنفيذها وإجراءات المعاملات بها، **أما في المحور السادس: السيولة والكفاءة والمؤشرات البورصية** فإستوقفت جولتنا بعض المفاهيم الهامة كالسيولة، الكفاءة والمؤشرات البورصية بإعتبار أن الكفاءة أداة ضرورية لضبط حركة الأسعار، ولاتقل السيولة عنها أهمية في تنشيطها لحركة السوق، أما المؤشرات البورصية فأثبتت أهميتها من خلال مقدرتها على التنبؤ بالوضعية الإقتصادية العامة، أما في **المحور السابع: الأسواق المالية الإسلامية** فنتحدث من خلاله عن سوق المال الإسلامية التي قامت في عدد من البلدان الإسلامية المعاصرة، مما ساعد على طرح أوراق مالية خاصة بها لتغطية احتياجات التمويل طويل الأجل من جهة، وتحقيق هدف التكامل المالي بين الدول الإسلامية من جهة أخرى.

المحورالأول: العملية التمويلية

تمهيد

التمويل هو العملية التي يتم بموجبها توفير رؤوس الأموال اللازمة والضرورية لإنجاز مختلف المشاريع التنموية على أرض الواقع، وهي بذلك تعطي الحيوية اللازمة لتحقيق وتيرة نمو اقتصادي مقبول وتنمية شاملة، ومن ثم تحقيق الرفاه الاقتصادي.

وينطوي قرار المؤسسة بزيادة حجم الأصول على قرار ضمني بزيادة رأس المال، وتنعكس القرارات الاستثمارية للمؤسسة في الجانب الأيمن من الميزانية العمومية، وهو ما يعرف بهيكل الأصول، في حين تظهر قرارات التمويل في الجانب الأيسر من الميزانية العمومية، وهو ما يعرف بالهيكل المالي الذي يشمل على هيكل رأس المال ممثلا في التمويل الدائم، مضاف إليه الالتزامات قصيرة الأجل، ويقصد بذلك أنه يحتوي على كل أنواع وأشكال التمويل من أموال الملكية، أو أموال الاقتراض ومن مصادر طويلة أو قصيرة الأجل.

1- مفهوم التمويل

إنّ المؤسسة تعمل على خلق قيم اقتصادية على شكل سلع وخدمات نهائية أو وسيطة، ولا يمكن بلوغ هذا الهدف دون توفير الموارد المالية، فالتمويل بهذا المفهوم ذو أهمية كبيرة سواء لوجود أو استمرارية المؤسسة.

1-1- تعريف التمويل

الوظيفة المالية في تعريفها البسيط، هي مجموعة المهام والعمليات التي تسعى في مجموعها إلى البحث عن الأموال في مصادرها الممكنة بالكمية المناسبة، وبالتكلفة الملائمة، وفي الوقت المناسب، والسهر على إنفاقها بالطريقة الأحسن، لتحقيق أغراض المؤسسة. (1)

والوظيفة المالية كانت دائما موجودة في المؤسسة ، حتى قبل وجود المدير المالي، وكانت مهام هذه الوظيفة تسند إلى المدير العام للمؤسسة أو المحاسب.

إنّ الاستقلالية، المردودية والنمو يكونون ثلاث متغيرات للسياسة التمويلية، التي تعرف بترتيب الأولويات بين الثلاث أهداف السالفة الذكر، وما يمثل عائق للسياسة المالية، هو ضرورة الإلمام بكل مشاكل التمويل النهائي، بل هو فقط سياسة عرفت ورتبت الأهداف المسطرة، في ظل تعقد الاختيارات والقرارات الممكن اتخاذها للوصول إلى أحسن تركيبة، بالأخذ بعين الاعتبار الأهداف المسطرة، وفي حقيقة الأمر لا يوجد حل، والوظيفة المالية تجمع عددا من الفروع المتعلقة بكل من المحاسبة بأنواعها العامة والتحليلية، الإحصاءات والمؤشرات المالية، والمراقبة الداخلية، تسيير الخزينة و التمويل ومتابعته، ويعرف هذا الأخير على أنه: (2)

(1) ناصر دادي عدوني، إقتصاد المؤسسة ، الطبعة الأولى، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1998، ص285.

(2) ماضي محمد توفيق، تمويل المشروعات، دار الفكر العربي، القاهرة، 1972، ص4-5.

" الإمداد بالأموال اللازمة للمؤسسة في أوقات الحاجة إليها، وهو من أعقد المشكلات التي تواجهها التنمية الصناعية في كل البلاد، إذ لا قيام لأي عمل يعمد بالربح أو استثمار يغل بفائدة بغير وجود رأس المال، ويقدر حجم التمويل وتسيير مصادره وحسن استثماره يكون العائد أو الربح الذي هو هدف كل نشاط اقتصادي".

1-2- أهمية التمويل

يعتبر التمويل من أهم الوسائل اللازمة لتوفير السيولة لدفع عجلة التنمية نحو الأمام، وتحقيق التطور الاقتصادي و الرفاهية الاجتماعية، إذ بواسطته يتم انتقال الفوائض من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض، إلى تلك الوحدات التي لها عجز مالي، فيعمل إذا على تعبئة مدخرات الأفراد، وتخصيص المالية القابلة للاستثمار، وبالتالي تحقيق زيادة في أدوات الدفع التي تعتبر ضرورة اقتصادية، ولعل أبرز العناصر الدالة على أهمية التمويل ما يلي: [1]

- العمل على الحصول واكتساب الأموال اللازمة.
- استثمار هذه الأموال في أصول أو موجودات منتجة اقتصاديا.
- إدارة هذه الأموال والموجودات التي نحصل عليها.
- إعادة تحويل بعض أو كل هذه الأصول والموجودات المنتجة، وتحويلها مرة أخرى إلى أموال تعود بالمردود والفائدة على المستثمرين أو الدائنين.
- توفير المبالغ النقدية اللازمة للوحدات الاقتصادية ذات عجز في أوقات حاجتها لذلك.
- تحقيق النمو الاقتصادي والاجتماعي للبلاد، بما يساهم في تحقيق التنمية الشاملة.

1-3-العوامل المؤثرة في اختيار طرق التمويل

الملاحظ أنه مهما اختلفت طرق وإمكانيات التمويل، فإن القرار أو الاختيار الذي تتخذه المؤسسة في ذلك يتأثر بعدة عوامل منها على الخصوص: [2]

- ملاءمة المصدر مع حاجة التمويل: باعتبار أن الأموال المحصلة سوف تستعمل في أحد الأصول، وهذه الأخيرة تتميز باختلاف مدة استعمالها، ولهذا فبالضرورة يجب أن يتقابل المصدر التمويلي في القيمة وفي مدة الاستعمال، فمدة استحقاقه لا يجب أن تكون أقل من مدة استعمال الأصل، بطريقة تسمح بتسديد القرض بعد تحصيل الأصل في صورة نقدية عن طريق الاهتلاك أو الإنتاج ثم البيع مثلا في حالة المنتوج.
- الهدف من التمويل وعلاقته بالتحكم في توجيه قرارات المؤسسة: فهناك فرق بين رفع رأس المال بتمويل ذات، أو بزيادة أسهم من أطراف خارجية، أو اقتراض من بنك، أو بواسطة سندات، وإذا كانت طريقة السندات

(1) سبابو كهينة ، ترابط الأسواق المالية وإنعكاساتها على بلدان العالم الثالث، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2001، ص4-5.

(2):ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص285.

لا تمثل تدخلا في الإدارة فان هذا التدخل يظهر أكثر في الأسهم مثلا.

- مستوى مردودية المؤسسة داخليا: إذا كانت نسبة مردودية المؤسسة الداخلية تزيد عن مستوى معدلات الفائدة المطبقة في السوق المالية، أو المصرفية، فإنها سوف تستفيد من الاقتراض وتحقق أرباحا باستعمال أموال خارجية بعد تسديدها مع فوائدها.
- وكذلك الدخل المقدم للسندات أو الأسهم: خاصة في حالة تحسن وضعية المؤسسة من العوامل التي تجعل إصدار الأسهم أو السندات بشكل سهل ويحقق الهدف.
- وهناك أيضا عامل مهم و هو الخطر الذي يمثله إصدار سندات أو أسهم ممتازة مثلا، بحيث يكون لأصحابها الأولوية في الحصول على أموالهم وفوائدها في حالة التصفية أو انتهاء المؤسسة.
- بالإضافة إلى الملائمة في التوقيت، الذي يعد من القيود التي تعمل فيها المؤسسة، إذ اقتراض قيمة أو مبلغ كبير في وقت لا نحتاجه فيه يكلف المؤسسة أعباء مالية، وأيضا في حالة القيام بإجراءات للحصول على أموال بطريقة لا تمكننا من تحصيلها إلا بعد فوات وقت الحاجة إليها.

2-التمويل الذاتي الداخلي

النتيجة المالية الصافية هي نتاج طرح الالتزامات اتجاه الضرائب والممولين من النتيجة السنوية الإجمالية، وما تبقى منها - في ظل السياسات التوزيعية المنتهجة من طرف المؤسسة - تضم إلى الاهتلاكات والمؤونات غير المحققة بعد تصفيتها، مكونة بذلك ما يسمى بقدرة التمويل الذاتي للمؤسسة.

2-1- الاهتلاكات

لقد قدمت للإهتلاكات عدة تعاريف، اختلفت باختلاف وجهات نظر المختصين: [1]

- **التعريف القانوني والمحاسبي:** الإهتلاك هو عملية محاسبية لتصحيح تقدير الأصول وهو بذلك الملاحظة المحاسبية لخسارة قيمة الأصل نتيجة استعماله أوحيازته ويمكن التمييز بين شكلين: إهتلاك مادي وإهتلاك تطوري.
- **التعريف الاقتصادي:** الإهتلاك هو عملية توزيع تكلفة الاستثمار على مدة استعماله.
- **التعريف المالي:** الإهتلاك يوجد بهدف إيجاد الموارد المالية الضرورية لتجديد الأصول الثابتة.

ومهما كان نظام الإهتلاك المتبع، يفترض أن للأصل مدة حياة أعظمية تتمثل في الحد الذي عنده قيمتها الاستغلالية تساوي الصفر، ويتعين على كل مؤسسة أن تهلك أصولها بمبلغ سنوي كاف يضمن تغطية نقص قيمتهم الاقتصادية، ويمكن التمييز في هذا المقام بين ثلاثة أنظمة قابلة للاستعمال: الإهتلاك الخطي، المتناقص والمتغير. [2]

(1): G.DEPALLENS et J-P.JOBARD, Géstion financière de l`entreprise, Dalloz, Paris 12ème édition, 2003, P 189 .

(2) : P.VERNIMMEN, Finance d`entreprise, Dalloz, Paris , 4ème édition ,2005,Pp103 –104.

وقد أثير جدل حول مخصص الإهتلاك كمصدر للنقدية للشركة حيث يرى البعض أن الإهتلاك يعتبر مصدرا للنقدية، بينما يرى الآخرون أن المبيعات هي المصدر الوحيد للنقدية، ويمثل الإهتلاك تدفقا ماليا لتخفيض الربح وزيادة الفائض المحتجز، وفي الشركات الفرنسية جرى العرف على التمييز بين إجمالي وصافي الفائض النقدي حيث يطلق لفظ الفائض النقدي الإجمالي على ربح العمليات قبل الإهتلاك، أما الفائض النقدي الصافي فهو عبارة عن الفائض الإجمالي مطروحا منه الضريبة على أرباح الشركات، ويدل ما سبق على أنّ الإهتلاك له تأثير على العناصر التي يتكون منها إجمالي الفائض النقدي و بصفة خاصة الضريبة على الأرباح.

ويستدل مما سبق، أن المبيعات هي المصدر الأساسي للنقدية بالشركة، ولا يعتبر الإهتلاك مصدرا للنقدية إلا إذا كانت الشركة رابحة، وفي هذه الحالة فانه يحقق وفرا ضريبيا للشركة وحجز من الفائض لتدعيم التمويل الداخلي، لذا فغالبا ما تتدخل مصلحة الضرائب لتحديد نسب معينة للإهتلاك تفاديا لمبالغة المؤسسات في تقدير إهتلاكات رأسمالها الثابت. [1]

ووفقا لرأي " CAPIEZ " تخصص قيمة الإهتلاكات من الناحية النظرية للتكوين التدريجي للأصول والمحافظة على القوة الإيرادية للشركة، ومن الناحية العملية تستخدم هذه الأموال بصفة خاصة في الشركات النامية لتمويل الاستثمارات التوسعية، بجانب الاستثمارات الإحلالية، ويعرف ذلك بالأثر التراكمي للإهتلاك.

2-2- الأرباح المحتجزة

الأرباح المحجوزة عبارة عن جزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته الشركة من ممارسة نشاطها في السنة الجارية و/أو السنوات السابقة، ولم يدفع في شكل توزيعات، وتعتبر هذه الأرباح أحد مصادر الأموال من التكوين الذاتي للشركة، فبدلا من توزيع كل الفائض المتحقق على المساهمين قد تقوم الشركة بتجنيب جزء من ذلك الفائض في عدة حسابات مستقلة، يطلق عليها اسم الاحتياطات وهي أنواع:[2]

2-2-1- الاحتياط القانوني

و يمثل الحد الأدنى من الاحتياطي الذي لابد للشركة من تكوينه، وقد حددت النسبة قانونيا بِـ 5% من صافي أرباح العام ويجوز للشركة التوقف عن التجنيب متى بلغ رصيد ذلك الاحتياطي نصف رأس المال المدفوع، وإذا قل عن ذلك فيجب أن تبدأ الشركة في عملية التجنيب من جديد، ويستخدم ذلك الاحتياطي في تغطية خسائر الشركة وفي زيادة رأس المال، ويجوز للجمعية العمومية أن تقرر توزيع الزيادة في رصيد هذا الحساب كأرباح على المساهمين، ويعتبر ذلك الاحتياطي في حكم رأس المال من حيث كونه ضمانا لدائني الشركة ومن ثم فانه لا يجوز للشركة التصرف فيه أو توزيعه على المساهمين إلا طبقا لما ورد في هذا القانون.

---

(1): عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 1991، ص 74 .

(2): عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية ،ط2 ،2007 ، ص370.

2-2-2- الاحتياطي النظامي والاحتياطات الأخرى

ويتم إنشاء هذا الاحتياطي طبقا للنظام الأساسي للشركة إذا اشترط تجنيب نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة ينص عليها هذا النظام، ولا تستطيع الشركة العدول عن تكوين هذا الاحتياطي ما لم يعدل نظام الشركة، كذلك لا يجوز استخدام هذا الاحتياطي في غير الأغراض المخصص لها إلا بقرار من الجمعية العمومية للشركة، هذا وينص القانون على أنه يجوز للجمعية العامة، عند تحديد نصيب الأسهم في الأرباح الصافية، أن تقرر تكوين احتياطات أخرى وذلك بالقدر الذي يحقق دوام ازدهار الشركة أو يكفل توزيع أرباح ثابتة بقدر الإمكان على المساهمين.

2-2-3- الأرباح المرحلة أو المستبقاة

إذا تبقى مبلغ بعد عمل توزيعات الأرباح السنوية _ طبقا لكل من قانون الشركات والنظام الأساسي للشركة وقرارات الجمعية العمومية _ قد يقترح مجلس الإدارة ترحيله إلى سنة تالية، ويستخدم ذلك الفائض كاحتياطي لمواجهة أي انخفاضات في الأرباح المحققة في السنوات المقبلة التي قد تؤدي إلى عدم قدرة الشركة على إجراء توزيعات نقدية مناسبة على حملة الأسهم، ويلزم الحصول على موافقة الجمعية العمومية العادية للشركة على قرار استبقاء أي أرباح ضمن موافقتها على مشروع توزيع الأرباح السنوية الذي يقترحه مجلس إدارة الشركة.

2-3-المؤونات ذات الطابع الاحتياطي

مبدأ الحيطة والحذر يقود في أغلب الأحيان مديري المؤسسات للأخذ بعين الاعتبار عدد من التكاليف التي تعد متوقعة، والمؤونة من هذا المنطلق هي الملاحظة المحاسبية لتدنئة قيمة عنصر الأصول (مؤونة نقص قيمة الأصول)، أو لزيادة الخصوم المطلوبة على أبعد تقدير في المدى الطويل (مؤونة الخسائر والتكاليف) ،تعين من حيث طبيعتها ولكن غير مؤكدة من حيث تحقيقها، إذ يمكن أن تختفي بمجرد أن تصبح الظروف أكثر ملائمة، ولكي تخصم المؤونة لابد من شروط:[1]

- أنّ الأحداث الجارية تجعل الخسارة أو التكلفة محتملة.
- أنّ الخسارة أو التكلفة التي وضعت لمواجهتها المؤونة تكون هي ذاتها قابلة للخصم.
- أنّ تكون مثبتة بوثائق محاسبية.

ويمكن التمييز في هذا المقام بين ثلاث أنواع من المؤونات:[2]

---

(1) :-G.DEPALLENS et J-P.JOBARD, Op-cit, 2003, p192.

- PATRICE VIZZAVONA , Géstion financière, 9ème édition , Atool, Paris, 2004, p70.

(2) : P.VERNIMMEN , Op-cit, Pp103 –104.

2-3-1- مؤونة نقص قيمة الأصول

يقصد بها الملاحظة المحاسبية لتناقص القيمة لعنصر من العناصر الرئيسية للأصول القابلة لتكون موضوعا لهذا النوع من المؤونة والمتمثلة أساسا في الأصول الثابتة خاصة الأصول الثابتة غير القابلة للإهلاك كالمخزونات والحقوق خاصة حسابات العملاء منه .

ويشار إلى أن لهذه المؤونات صفة الاحتياط، هذا هو المبدأ ومن الضروري أن نعود إلى التفكير الذي على أساسه تبرر أولا تبرر المؤونة، إذ لا يوجد أي تفكير مطلق والتأكيد على نوع من المؤونات هو مسألة حدث ليس إلاّ .

2-3-2- مؤونة الأخطار والتكاليف

تعرف كمؤونات مقدرة عند توقف الحسابات المخصصة لتغطية الأخطار والتكاليف المفاجئة والتي تكون محتملة محددة من حيث الهدف لكن تحقيقها غير مؤكد، وتشتمل على: [1]

- مؤونة التكاليف المقسمة على عدة أنشطة: تكون عن طريق دفعات سنوية مخصصة لتغطية التكاليف المهمة كتكاليف الترميمات الكبيرة، أو التوقف الدوري لصيانة ومراجعة التجهيزات الصناعية الثقيلة، وهذه التكاليف ليس لها صفة السنوية .
- مؤونة خسارة الصرف: تكون لمواجهة خسائر كامنة ناجمة عن الديون أو الحقوق بالعملة الأجنبية. وليس لهذه المؤونة صفة الاحتياط لأن تكوينها يكون خلال إقامة الميزانية الختامية، وتوكل لمصلحة المحاسبة مهمة تقييم خسارة الصرف وربطها بالنشاط المغلق.

2-3-3- المؤونات المنظمة

تمثل نوع من المؤونات مختلفة عن السابقتين ، فلا توجد للأهداف الكلاسيكية للمؤونات، تعد اختيارية وتكوينها في أغلب الأحيان يكون لأغراض جبائية، ولهذا النوع من المؤونات صفة الاحتياط وتشمل على: [2]

2-3-3-1- مؤونة مخصصة للاستثمار: يمثل جزء منها مشاركة العمال في عمليات التوسع وتحسب كما يلي:

$$\frac{1}{2} (أ - 5/100 ب) \times ج/ق م$$

أ : النتيجة المحاسبية الصافية.

ق م : القيمة المضافة.

ب : رأس المال الخاص.

ج : الأجور.

---

(1): G.DEPALLENS et J-P.JOBARD, Op-cit, , P 194 .

(2) :PATRICE VIZZAVONA, Op-cit, P69.

تخصم هذه المؤونة ضريبيا بشرط أن تكون قد استعملت في 12 شهر من تاريخ تكوينها، والاستثمارات المنجزة من طرف المؤسسة في السنة الجارية يجب أن تكون أكبر من قيمة هذه المؤونة مما يعني أن لها صفة الاحتياط.

2-3-3-2- مؤونة ارتفاع الأسعار: تكون هذه المؤونة بغية تغطية المخاطر الناجمة عن تغير أسعار بعض المواد، وتخصم ضريبيا في حدود الربح المحاسبي للنشاط (إذا كان المخصص أكبر من الربح المحاسبي الصافي)، ولهذه المؤونة صفة الاحتياط و تهدف إلى تسهيل تمويل دورة الاستغلال.

أخيرا يمكن القول أن المؤونة مهما كان نوعها إذا كانت مبررة تعد تكلفة تخصم من الربح الخاضع للضريبة وإذا لم تبرر تكتسي صفة الاحتياط بعد إخضاعها للضريبة.

3-التمويل الخارجي

بالرغم مما يوفره التمويل الذاتي من استقلالية مالية للمؤسسة إلا أنه لا يكفي لتغطية المتطلبات المالية للشركة، مما يحدو بها للجوء إلى مصادر خارجية، هذه الأخيرة التي تتضمن كافة الأموال التي يتم الحصول عليها من مصادر خارجية وذلك بزيادة رأس مال الأسهم، أو الاقتراض، أو هما معا، وإدراج هذا المصدر التمويلي في إطار الزمن يقتضي من تقسيمه إلى نوعين: تمويل طويل ومتوسط الأجل وتمويل قصير الأجل.

3-1-التمويل طويل ومتوسط الأجل

يمكن حصر المصادر الخارجية طويلة ومتوسطة الأجل على الأموال لتمويل الاستثمارات الرأسمالية فيما يلي:

3-1-1- التمويل بالمديونية طويلة الأجل

تتعدد أشكال الحصول على الأموال من هذا المصدر فقد يتم الحصول على الأموال مقابل سندات عادية حيث يحدد في الصك أو السند تاريخ الاستحقاق، معدل الفائدة السنوي أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم تصدرها الشركة حيث يتولى بنك أو أكثر تغطية الاكتتاب بالكامل وعلى أن تتولى الإشراف على تداولها بسوق المال.

وينتشر في أوربا نوع من الصكوك (السندات) تصدرها الشركات العامة والخاصة يكتتب فيها المستثمرون بالدول الأخرى كوسيلة للحصول على العملات الأجنبية اللازمة لتمويل الاستثمارات، والسندات بهذا الوصف عبارة عن صك قابل للتداول ببورصة الأوراق المالية يمكن لحاملها أو المالك تصفيتها في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق.

يستنتج ممّا سبق أهمية هذا المصدر في الحصول على الأموال _ خاصة أن العلاقة منعدمة بين الشركة المصدرة و حاملي هذه الصكوك، وتتوقف تكلفة الأموال الخاصة بهذا المصدر على عدة اعتبارات كشروط الإصدار والسداد ،فقد تصدر السندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمية أو قد يتم أدائها في تاريخ الاستحقاق بقيمة

أعلى من السعر الاسمي أي بعلاوة سداد _ و كذلك معدل الفائدة الاسمي والذي يشكل أحد العناصر الأساسية المؤثرة في التكلفة.

ورجوعا إلى القوانين الضريبية تعتبر الفائدة على القروض من الأعباء الواجبة الخصم من الوعاء الضريبي.

3-1-2- التمويل بالمشاركة في رأس المال

تعتمد شركات المساهمة في عملياتها التمويلية على زيادة رأس مالها عن طريق إصدار السهم بسعر أعلى من القيمة الاسمية وأقل من القيمة السوقية ويسمى بسعر الإصدار والفرق بين سعر الإصدار والسعر الاسمي للسهم يسمى بعلاوة الإصدار، وهي تدفع مباشرة إلى الشركة. [1]

ويتم إعطاء حق الاكتتاب في الأسهم المصدرة لقدامى المساهمين وذلك حماية لحقوقهم حيث يكتتب المساهم في عدد من الأسهم بنسبة ما يمتلكه من أسهم أو بيع هذا الحق للغير أي أن هذا الحق قابل للتداول ببورصة الأوراق المالية ولذلك يسمى بحق الاكتتاب حيث يعوض هذا الحق المساهم من أي انخفاض في ثروته بسبب اختلاف سعر الإصدار عن سعر السوق للسهم.

ويستخلص مما سبق ما يلي: [1]

- وجود علاقة بين عدد الأسهم المصدرة وسعر الإصدار، فكلما زاد سعر الإصدار قلت الأسهم المصدرة للحصول على المبالغ المطلوبة لتنفيذ البرنامج الاستثماري .
- تتوقف قيمة حق الاكتتاب على الفرق بين سعر السوق للسهم قبل الإصدار وسعر الإصدار للسهم الجديد.
- ترحل علاوة الإصدار إلى الاحتياطي القانوني - ومن الناحية المالية - فهي تمثل تمويل خارجي تمييزا له عن الاحتياطي القانوني المحتجز نتيجة توزيع الأرباح حيث يمثل الأخير جزء من التمويل الداخلي، ويمكن القول بصفة عامة أن قيمة السهم تتوقف على الأرباح المستقبلية ومدى نموها والتوزيعات.
- تمثل تكلفة حق الملكية - الحد الأدنى من العائد كشرط للحفاظ على صافي الثروة دون تغيير - فهي تمثل العائد المستهدف على الأموال الإضافية المقدمة للشركة من هذا المصدر، تناظر معدل أو عائد الفرصة البديلة.

3-1-3- التمويل بالتأجير

يدعى بالتأجير التمويلي بإنفاق بين مؤجر (مؤسسة معينة أو بنك مثلا) ومستأجر لأصول رأسمالية إنتاجية يملكها المؤجر، وتبقى كذلك طيلة مدة الإيجار ويستفيد منها المستأجر بانتفاع كامل مقابل تقديم أقساط إيجار سنوي طويل مدة حياة العقد، وقد ينتهي عقد التأجير بإحدى الحالات: [3]

- بعد الانتفاع الكلي بالأصل المؤجر حتى نهاية مدة العقد، يعود إلى المؤجر ببيعه أو يؤجره مرة أخرى للغير، وهذا عقد تأجير لفترة واحدة.

---

(1): محمد عقل فلح، مقدمة في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، 2008، ص 56 .

(2): عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية،2002 ، ص 31 .

(3): عبد العزيز سمير محمد، التأجير التمويلي ومداخله المالية، الدار الجامعية، 2000، ص 126.

- في نهاية مدة الإيجار يتم شراء الأصول بقيمتها، وهو ما يسمى بعقد الاعتماد بالتأجير والشراء.
- تجديد عقد الإيجار لمدة أخرى ، وبقيمة تأجير أقل، وهذا ما يسمى بعقد التأجير لأكثر من فترة.

هذا ونشير أن اختيار الأصول محل التأجير، تكون من قبل المقاول الذي يتوجه فيما بعد لمؤسسة التمويل بالتأجير، التي تتكفل بشراء الأصل وتأجيره له، والتأجير نوعان: الاستئجار التشغيلي (استئجار خدمات) والاستئجار المالي.

3-2-التمويل قصير الأجل

القروض قصيرة الأجل هي تلك القروض التي تقل مدتها عن سنة واحدة وتشمل تلك القروض التي تمنح لتمويل رأس المال العامل عادة، من خلال تمويل شراء الخامات أو تمويل فترة التخزين أو تمويل فترة التخزين أو تمويل فترة البيع الآجل.[1]

ما سبق ذكره يؤكد حقيقة مفادها أن : القروض قصيرة الأجل تستخدم لتمويل الاحتياجات المالية المؤقتة لتمويل الاستثمارات في الأصول المتداولة، ويصنف التمويل قصير الأجل إلى مجموعتين: [2]

التمويل قصير الأجل التلقائي ويتولد تلقائيا خلال دورة التشغيل للشركة ولا يحمل عادة معدل فائدة أسمى، فمثلا أوراق الدفع تنشأ تلقائيا طالما أن الشركة تشتري الخامات والمواد الأولية بالأجل.

التمويل قصير الأجل الإتفاقي (المصرفي) فلا يتم تلقائيا وإنما بناءا على إنفاق ومفاوضات شخصية وعادة يكون محدودا في حجمه، ويحمل معدل فائدة أسمى.

3-2-1- التمويل التلقائي: ويشتمل أساسا على:[3]

- الائتمان التجاري وهو مصدر تمويل تلقائي أو طبيعي بمعنى أنه ينتج من العمليات التجارية العادية للشركة ويعرف بأنه الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء البضائع لغرض إعادة بيعها ويحتاج المشتري إلى الائتمان التجاري في حالة عدم كفاية رأسمال العامل لمقابلة الحاجات الجارية وعدم مقدرته على الحصول على القروض المصرفية وغيرها من القروض القصيرة ذات التكلفة المنخفضة، ومن ناحية أخرى فإن رغبة الدائنين التجاريين في منح هذا النوع من الائتمان تتوقف على مجموعتين من العوامل، الأولى العوامل الشخصية مثل مركز البائع المالي ومدى رغبته في التخلص من مخزونه السلعي وتقدير البائع لأخطار الائتمان، والمجموعة الثانية من العوامل هي تلك الناشئة عن حالة التجارة والمنافسة مثل الفترة الزمنية التي يحتاجها المشتري لتسويق السلعة و طبيعة السلع المباعة وحالة المنافسة وموقع العملاء والحالة التجارية.

وتتمثل تكلفة الائتمان التجاري بعدم الاستفادة من الخصم النقدي في حالة عدم الدفع في فترة التمتع بالخصم.

---

(1):JEAN MICHEL ,Finance d'entreprise et finance de marché, Hermas publication ,Paris,2007,p73.

(2): DELAHAYE FLORENCE ,Finance d'entreprise , Dunod ,Paris,2007,P12.

(3) :عدنان نايه النعيمي، الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان،2007 ، ص31 .

2- إضافة إلى ما سبق فقد تحصل الشركات على تمويل تلقائي ذات دلالة من بند المستحقات الأخرى حيث يظهر هذا البند بجانب الخصوم المتداولة ولا يحمل أي معدل فائدة صريح أو اسمي ومن أمثلة هذه المستحقات الأجور المستحقة والضرائب المستحقة.

3-2-2- التمويل التفاوضي أو المصرفي

تقدمها البنوك التجارية للمؤسسات مقابل فائدة بمعدلات متفق عليها، ويتم تسديدها خلال فترات لا تزيد عن السنة، وهناك نوعين من هذه القروض مضمونة وغير مضمونة، والقروض غير المضمونة يشترط عادة في تسديدها أن لا تزيد عن السنة، وهي في الحالات العامة تكون على شكل خطوط قرض، أي حصول المؤسسة باستمرار على مبلغ من الأموال متفق عليه مادامت تسدد ما سبق افتراضه في الوقت المناسب و المتفق عليه باستمرار، ولتفادي إعادة المفاوضات والعقود المنفردة وفيه بعض الشروط مثل إبقاء نسبة معينة من القرض في حساب المؤسسة بالبنك.

أمّا القروض المضمونة ففيها يعمل البنك على طلب ضمانات نتيجة لعدد من العوامل مثل الحاجة إلى الأموال باستمرار من طرف المؤسسة، وخاصة في مواسم معينة، أو تكون المؤسسة معرضة لنسبة من الخطورة أكبر من العادية أو حالة ضعف وضعيتها المالية، والضمان عادة يكون بأحد عناصر الأصول كرهن، وفي حالة توقف المؤسسة عن الدفع يباع الأصل ويغطي به البنك قرضه، والباقي يعود إلى المؤسسة، والضمان قد يعطي فرصة أحيانا للمؤسسة للحصول على أكبر قدر ممكن من القرض، وفي نفس الوقت يمثل مصدر اطمئنان للبنك.

والقاعدة هنا أنّ البنوك لا تمنح عملائها القروض المطلوبة بالقيمة الكاملة للضمان المقدم بل تحتفظ بنسبة من قيمة الضمان لتغطية أخطار انخفاض قيمته وقت الرجوع إليه لاستخلاص الدين وهناك أسباب عديدة لاستخدام الائتمان المصرفي، فالقروض المصرفية غالبا ما تكون متوفرة بسهولة وبأقل تكلفة من الائتمان التجاري.[1]

[1] : إبراهيم سلطان، محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 293 .

المحور الثـــــاني: السوق المالي

تمهيد

الأسواق المالية هي مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج، وينقسم السوق المالي إلى قسمين: سوق النقد وسوق رأس المال الذي تعد البورصة أحد أهم مكوناته.

1-تقسيمات السوق المالي

إنّ الوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع (المدخرات) على أفضل استخداماتها (الاستثمارات) ، وذلك بوضع حد لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين الناجمة عن كل أو بعض الأسباب الآتية: [1]

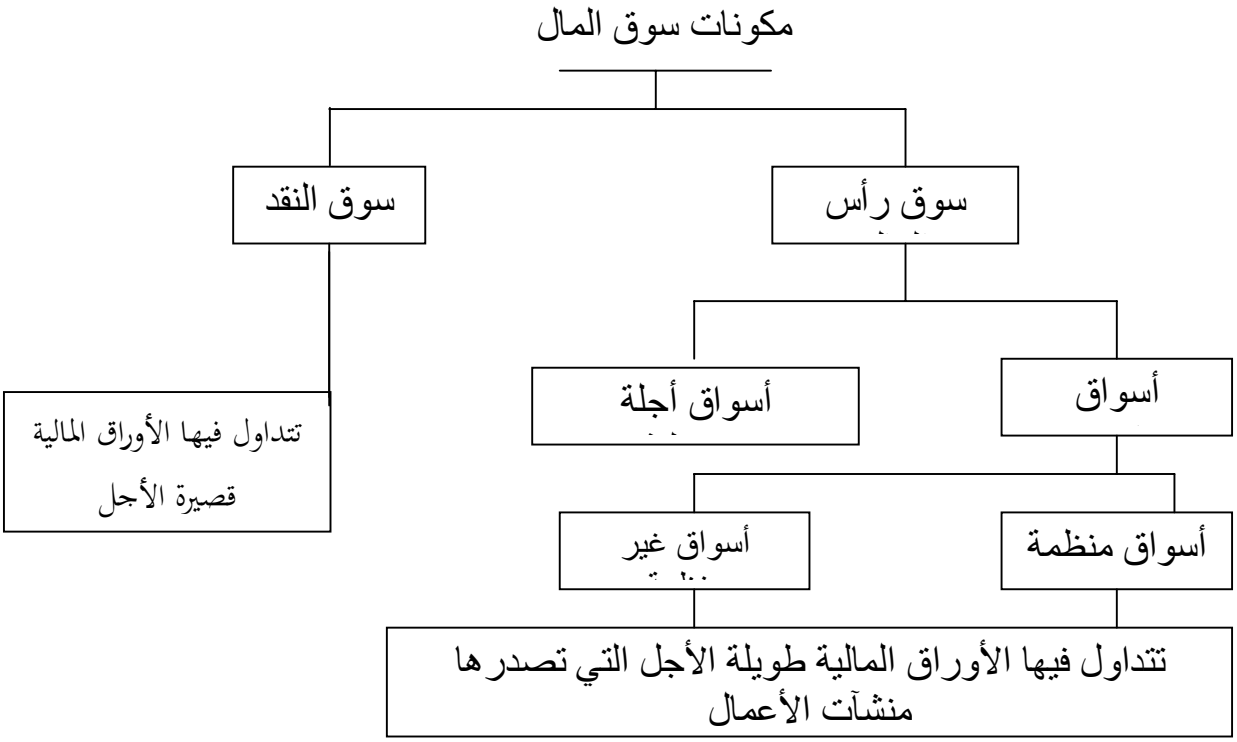
- عدم معرفة كل طرف للآخر.
- عدم وجود الثقة بين الطرفين.
- الاختلاف حول آجال استحقاق الأموال.
- الاختلاف حول درجة المخاطرة في الاستثمار.

يضاف لكل ما سبق أن السوق المالي ينقسم إلى شقين أساسيين هما: سوق رؤوس الأموال وسوق النقد، وهذا ما يوضحه الشكل رقم 01 أدناه:

---

(1) : صالح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص 20 .

شكل رقم 01 : مكونات سوق المال



المصدر: عبد الغفار حنفي، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص257.

1-1-السوق النقدي وأهميته

للتعرف على السوق النقدي نتعرض لما يلي:

1-1-1- تعريف السوق النقدي

هي الميكانيكية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن عام، ويتولد عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل الحصول على عائدها، بينما يتشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما. [1]

وتنتقل فيه الأموال من خلال أدوات مالية قصيرة الأجل ذات درجة سيولة عالية مثل:[2]

---

[1] : عبد النعيم مبارك، محمود يونس، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 133 .

[2]: أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص 34.

أذون الخزينة، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، الأوراق التجارية، القبولات المصرفية وقروض الأرصدة المركزية وغيرها، هذه الأخيرة التي تتداول من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في هذه الأوراق.

1-1-2- مكونات السوق النقدي

ويمكن التمييز في سوق النقد بين سوقين هما:

1-1-2-1- السوق الأولي: التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجال قصيرة بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومتانة المقترض وسمعته المالية أي أن السوق الأولي محله إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين.

1-1-2-2- السوق الثانوي: يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب، وغالبا ما يقصد بسوق النقد سوقه الثانوي، ويتكون سوق النقد (الثانوي) بصفة عامة من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل.

- **سوق الخصم:** وفيها يتم خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل السابقة الذكر .
- **سوق القروض قصيرة الأجل:** وتشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لأجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والمصاريف التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى، وهناك علاقة عكسية بين درجة تقدم هذه السوق و بين الحد الأدنى لأجل القرض.

ومن الجدير بالذكر أنه كلما اتسع نطاق التعامل في سوق الخصم، وكلما تضاءل الحد الأدنى لفترة الإقراض قصير الأجل، كلما كانت سوق النقد أكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة، وغير خاف أن سوق النقد في الدول المتخلفة لا تكون بالاتساع المشاهد في الدول المتقدمة وذلك لعدم توافر فرص الاستثمار المأمون لفترات قصيرة في هذه الدول فضلا عن أن معظم العمليات التجارية التي تتم فيها تسوى نقدا.

1-1-3- المتدخلون في السوق النقدي

المشاركون في السوق النقدية بالمعنى العام لسوق الأموال قصيرة الأجل، هم أولئك الذين يعرضون أو يطلبون العملة سواء كانوا من الأفراد أو المؤسسات وتشمل التسمية أيضا الجهاز المالي، خزينة الدولة، والمتعاملين معها. [1]

1-1-3-1-الأفراد والمؤسسات

تشكل الأفراد مع المؤسسات جزء من السوق النقدي، حيث تشتركان في خاصيتين أساسيتين: فهم نظرا لعدم قدرتهم على خلق العملة فلا يمكنهم عرضها إلا إذا كانت لديهم تدفقات نقدية فائضة مؤقتا، ومن جهة أخرى

(1) :أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري،قسنطينة، الجزائر، 2003، ص 86 .

فـإن لجـوئهم للسـوق النقديـة لغـرض التمويـل يكـون لهـدف الحصـول علـى إحتياجـاتهم النقديـة بمقابـل السـلع والخدمات.

1-1-3-2-الجهاز النقدي والمالي

يضم الجهاز النقدي والمالي في إطار الأموال ذات الأجل القصير كل من البنوك من جهة، والوسطاء الماليين غير المزودين بسلطة خلق العملة من جهة أخرى.

1-1-3-1-2-1-البنوك التجارية

تمثل البنوك التجارية أهم الجهات في عمل الأسواق النقدية، من خلال مختلف التعاملات التي تتم فيها حيث أن معظم عمليات الإقراض والإقتراض التي تتم داخل السوق تتحقق من خلال البنوك التجارية، إذ وصل حاليا عدد المتدخلين من البنوك التجارية في السوق النقدي الجزائري إلى 22 بنك تجاري بالإضافة إلى 5 مؤسسات مالية ومؤسسة مالية غير بنكية(أساسا صناديق الضمان الإجتماعي ومؤسسات التأمين).

1-1-3-2-2-2-البنك المركزي

وهو تلك المؤسسة التي تقف على قمة النظام المصرفي لأي بلد، سواء من ناحية الإصدار النقدي أو من ناحية العمليات المصرفية، وتحقيق الرقابة عليها، فهو سلطة الرقابة على باقي البنوك التجارية، كما أنه يعتبر الأداة الرئيسية التي تتدخل بها الدولة لتنفيذ سياستها الإقتصادية.

1-1-3-2-3-3-الوسطاء غير المزودين بسلطة إصدار النقود

إتماما لوصف النظام النقدي والمالي، تجب الإشارة إلى المؤسسات التي ليس لها صلاحية إنشاء العملة كصناديق التوفير، ومؤسسات التقاعد والضمان الإجتماعي.....والتي تتمثل وظيفتها الرئيسية في تجميع الفوائض النقدية من أجل إستثمارها دون القيام بنشاط إئتماني، معنى هذا أن هذه الفوائض لايتم إستخدامها في منح القروض وإنما تستخدم لأغراض الإستثمار في أنشطة هذه المؤسسات، كما يمتد دورها ليشمل أسواق النقد ذات الأجل القصير كالوسطاء وبيوت الحسم الذين يتدخلون في السوق النقدية تدخلا ضعيفا ومحصورا.

1-1-3-2-4-الخزينة العمومية والمتعاملين معها

تعتبر وزارة الماليـة(الخزينـة العامـة)، المقـترض الرئيسـي في الأسـواق النقديـة، نظـرا لمـا تمثلـه حـوالات الخزينـة والسندات الحكومة قصيرة الأجل، من أهمية ضمن الأدوات التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق .

فكلما كانت حاجة الدولة للأموال أكبر، كلما زاد إقتراضها من السوق النقدية، عن طريق طرح إصدارات أكثر عددا، وأكبر مقدارا لتلبية حاجات الدولة للتمويل، وخاصة عندما تعجز إيرادات الدولة عن تغطية نفقاتها، وهو الأمر الذي تعاني منه الدول النامية، بالشكل الذي يجعلها في حالة عجز مستمر غالبا، أو لتحقيق أغراض أخرى كإقرار سحب جزء من المعروض النقدي في التداول، عن طريق بيع السندات الحكومية لمعالجة التضخم.

1-2- سوق رؤوس الأموال

يعد سوق رؤوس الأموال الشق الثاني من سوق المال، وفيما يلي لمحة موجزة لماهيته ومكوناته .

1-2-1- تعريف سوق رؤوس الأموال

تعددت التعاريف المتعلقة بسوق رؤوس الأموال، ونذكر من بينها ما يلي:

تعرف سوق رؤوس الأموال بأنها " تلك الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوزيع إدخارات الشركات والحكومات إلى مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية أو غير الإنتاجية ". [1]

ويعرفها "بيار كونسو" على أنها " شبكة للتمويل طويل الأجل، المبنية على إصدارات، بمعنى بيع القيم المتداولة التي تسمح بتعبئة الادخار الفردي ".[2]

كما يمكن تقديم تعريف" سوق رؤوس الأموال بالمفهوم الواسع هو المكان الذي تنفذ فيه مجموعة من العمليات المالية، أي مكان مقابلة الاحتياجات والطاقة التمويلية للعملاء الاقتصاديين، أما بالمعنى الضيق فهي السوق الذي تتبادل فيه القيم المنقولة (الأسهم و السندات) مقابل النقود ويشتمل على سوق أولي يسمح للمؤسسات بالتمويل وللمدخرين الحصول على أوراق جديدة وسوق ثانوي يسمح بإعادة بيع الأوراق المالية".[3]

ومن خلال هذه التعاريف يمكن وضع تعريف شامل لسوق رؤوس الأموال على أنها المكان الذي يتم عن طريقها خلق (سوق أولي) وتداول (سوق ثانوي) الأصول المالية طويلة الأجل، بما يسمح بتعبئة الادخارات المجمعة من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، لتمويل استثماراتها طويلة الأجل، بغية خلق قيم اقتصادية مضافة على شكل سلع أو خدمات نهائية أو وسطية.

2-2-1- خصائص سوق رؤوس الأموال

مقارنة بالسوق النقدية فسوق رأس المال يتميز بخصائص نذكر منها:

- سوق رأس المال يتسم بأنه أكثر تنظيما من السوق النقدي، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المتخصصين، وقد يرتبط بالأدوات طويلة الأجل مما يكسبه أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على الأمد الطويل.
- الاستثمار في سوق رأس المال قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظرا لكون الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل، وتحتمل مخاطر سوقية وسعرية مختلفة.
- اهتمام المستثمر في سوق رأس المال يكون نحو الدخل (العائد) أكثر منه نحو السيولة لأنّ العائد مرتفع

---

[1] : حسن فليح خلف، الأسواق المالية والنقدية، مؤسسة الوراق، عمان، ط1، 2006، ص 27.

[2]: P.CONSO, La géstion financière de l`entreprise, Dunod, Paris ,7ème édition, tome 2, p 38 .

[3] :JEAN-FRENCOIS GAUX , Economie monétaire et financière et théorie d' institution politique, Edition. économica, Paris, 2000 , P 83.

نسبيا في هذه الأسواق.

- يتطلب سوق رؤوس الأموال وجود سوق ثانوي يتم فيه تداول الأدوات الاستثمارية المختلفة، حتى يتم تنشيط الاستثمار في سوق رأس، وتوفير سيولة نقدية ملائمة للأدوات المالية طويلة الأجل الأمر الذي يزيد من سرعة تداولها.

2-ماهية بورصة القيم المنقولة

المتصفح لمفهوم بورصة القيم المنقولة يجدها جزء من محيط أوسع، ممثلا في سوق رأس المال، وتمتاز بهيكل يتم عرضه بما يلقي الضوء على تنظيمها وكيفية إدارتها.

2-1-تعريف بورصة القيم المنقولة

قد قدمت لبورصة القيم المنقولة العديد من التعاريف اختير منها ما يلي:

يعرف " بيار بالي " و" فاستون ديفوس " البورصة على أنها " تلك السوق الثانوية العمومية والمنظمة للقيم المنقولة المسجلة ". [1]

ويعرف "محمد سويلم " بورصة القيم على أنها " سوق ثابتة المكان وتقوم باستمرار في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة عادة تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال وسماسرة محترفون ومختصون في هذه المعاملات التي تتم بصورة علنية بالنسبة للأوراق المالية والأسعار المتفاوض والمتفق عليها في كل نوع. [2]

أمّا " طارق عبد العال حماد " فيعرفها على أنها " السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بين المتعاملين وفقا لتفسير وتحليل المعلومات المتدفقة إليهم ". انطلاقا من هذا التعريف يتضح جليا عناصر بورصة الأوراق المالية في: [3]

- الأوراق المالية (الأسهم و السندات) وتمثل البضاعة والسلعة التي يتم تداولها في السوق.
- المتعاملون وهم البائعون والمشترون والسماسرة والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية.
- المعلومات وتمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء والبيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية بمعرفة المستثمرين الحاليين والمرتقبين.

أمّا التعريف الأخير لِـ " محمود أمين زويل " الذي يعرفها على أنها " سوق بالمفهوم الاقتصادي للسوق لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات وتعرف بسوق المال طويل الأجل، وهي أقرب ما يكون للسوق الكاملة وسوق للمنافسة الكاملة ويناسبها قناة للتسويق المنتج/ الوكيل / المستهلك ". [4]

---

[1] : P.BALLEY, La bourse mythe et réalité, Edition hatièr, Paris, 2ème édition, 2000, P 10.

[2] : صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، دار غريبة للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2003، ص 175 .

[3] : طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 19 .

[4] : محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2003، ص 38 .

ويمكن أن تحتفظ في هذا المقام بتعريف " محمد براق " الذي يعرف بورصة القيم المنقولة كما يلي:[1]

" البورصة هي مكان أو سوق يلتقي فيه دوريا أعوان مختصون ومعتمدون حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع والشراء لقيم متداولة (أوراق مالية: أسهم وسندات) أو أشياء غير موجودة تحت نظر الأطراف المتعاقدة، بأسعار متفاوض عليها، تعرف بتسعيرة البورصة، والتي إما أن تكون بالتفاوض (عمليات عاجلة) أو بصفة اجله، شريطة أن تتم كل العمليات في البورصة وتحت مراقبة السلطات العمومية ضمانا لحرية التعامل والعلانية والالتزام بالمثل الأخلاقية.

فالبورصة إذا هي قناة توجيه واستخدام للموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير مورد من موارد التمويل لاستثمار وتوظيف الأموال، وسد العجز بين المعروض من هذه الموارد والمطلوب منها ".

2-2- مكونات أو الإطار العام لبورصة القيم المنقولة

عادة ما تنقسم أسواق رأس المال إلى سوقين هما:

2-2-1- السوق الأولي

ويختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة، أو التوسع في مشروع قائم، يطرح أوراق مالية للاكتتاب العام أو الخاص، وقد يتم ذلك بطريق مباشر أو غير مباشر (بنك الاستثمار) ، هذا ونشير إلى أنه لا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة، وترفع الإصدارات الحكومية لحالة استثنائية.

2-2-2- السوق الثانوي

ويختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل، وللبورصة طبيعة مزدوجة حيث تسمح للأعوان بالبيع أو التخلي عن الأوراق المالية قبل وصول تاريخ استحقاقها، لكن قد يتعرضون لمخاطر إذا انخفضت الأسعار، وتتخذ شكلين:

2-2-2-1- الأسواق المنظمة: تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء ويدار هذا المكان، بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويتطلب التعامل في الأوراق المالية أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق، وفقا لشروط معينة تختلف من بلد لآخر، ويمتاز هذا السوق بصعوبة الدخول إليه إذ يقتصر ذلك على المؤسسات ذات الحجم الكبير.

---

[1] : محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، الجزء I، ص 96 .

2-2-2-2- الأسواق غير المنظمة: وفيها تتداول عادة الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة، عن طريق بيوت السمسرة، ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض من خلال شبكة اتصالات قوية فلا وجود لمكان مادي محدد للتعامل.

هذا و تضمنت السوق غير المنظمة أسواق فرعية أخرى تمثلت أساسا في:

- **السوق الثالث:** هو يمثل جزء من السوق غير المنظمة حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية لكبار المستثمرين، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها .
- **السوق الرابع :** هي سوق للتعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار أوراق مالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وتلفونية .

2-3-النظام الداخلي للبورصة

يهدف تنظيم بورصة الأوراق المالية إلى حماية المستثمر من الغش والتلاعب والمعلومات المضللة وحماية المصلحة العامة، بالحفاظ على أسواق حرة مفتوحة وذلك بسن القوانين واللوائح المختلفة لضبط التعامل في الأوراق المالية ويشتمل هذا التنظيم على ما يلي: [1]

2-3-1- الجمعية العامة

يؤلف مجموع الأعضاء العاملين والمنضمين في البورصة " الجمعية العامة " يرأس الجمعية العامة بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والنفقات، ولها أن تبدي رغبتها في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة وبالأخص فيما يتعلق بتعديل اللائحة الداخلية، تصدر قرارات الجمعية العامة بأغلبية الأصوات.

2-3-2- لجنة البورصة

تشكل في بورصة الأوراق المالية لجنة مؤلفة من عدة أعضاء يختارون من بين السماسرة ومن قبل الدولة، مهمة هذه اللجنة تحقيق حسن سير العمل في البورصة بإصدار نشرة الأسعار كل يوم عمل أو جلسة في البورصة على أن توزع في اليوم التالي.

2-3-3- هيئة التحكيم

تشكل هيئة التحكيم للفصل في جميع المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة شرط أن يتفق الطرفان على التحكم.

---

[1] : - شمعون شمعون، البورصة ـــ بورصة الجزائر ـــ ، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر،ط2، 1993، ص 38 .
- ضياء مجيد، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص 17 .

2-3-4- مجلس التأديب

محافظة على مصلحة عملاء السماسرة يقوم مجلس التأديب بالنظر فيما يقع من مخالفات من قبل السماسرة لأحكام وقوانين البورصة.

يتم التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين الذين يمثلون حلقة الوصل بين البائع والمشتري، وحاليا يقوم بهذا الدور شركات للسمسرة ويكون ذلك مقابل عمولة غالبا ما تكون نسبة معينة، وإلى جانب السمسار يوجد المندوب الرئيسي وهو الشخص الذي يعاون السمسار في تنفيذ أوامره، ويعمل باسم السمسار ولحسابه وتحت مسئوليته، وهناك أيضا الوسيط الذي يعمل كأداة اتصال بين العميل والسمسار المقيد لديه ويحصل على حصة من العمولة وهو مسؤول أمام السمسار عن العمليات المعقودة بواسطته، ولا يجوز بأي حال للوسيط أو المندوب الرئيسي أن يلتحق بأكثر من مكتب سمسرة، ويطلق لفظ الأعضاء المنظمون على المصارف التي تندب أحد موظفيها لعقد العمليات لحسابها في البورصة، إذ يرسلون أوامرهم إلى سماسرة الأوراق المالية رأسا دون وسيط.

ويعهد إلى غرفة المقاصة تسوية كافة العمليات التي أبرمت في البورصة بين السماسرة الدائنين، والمدينين، ويمكن للجنة البورصة أن تعهد بأعمال غرفة المقاصة إلى نقابة السماسرة، هذه الأخيرة أنشأها سماسرة الأوراق المالية مهمتها رعاية مصالحهم، والدفاع عنها، وتأمين انتظام العمليات، وتحديد حقوق وواجبات السماسرة تجاه بعضهم البعض، ودراسة كافة الشؤون التي تهم بوجه عام البورصة، يدير النقابة لجنة تنتخبها الجمعية العمومية.

نضيف لما سبق أن الحكومة تشرف على جميع البورصات، وهي صاحبة الكلمة العليا فيها ، لذلك تنص إحدى المواد على أن تعين الوزارة المختصة لدى كل بورصة مندوبا، أو أكثر تكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح، ويجب أن يدعى مندوب الحكومة لحضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة، ومجلس التأديب، وهيئة التحكيم، وإلا كانت قراراتها باطلة.

3-وظائف البورصة

لقد تناول العديد من الكتاب تحديد وظائف بورصة الأوراق المالية من أكثر من زاوية، وبالرغم من تعدد وتنوع هذه الوظائف إلا أنه يمكن تجميعها في وظيفتين أساسيتين وذلك إلى جانب بعض الوظائف الأخرى التي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له البورصات.

3-1- إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية

يقبل المستثمر عموما على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة إليها، فالتعامل في البورصات يتم من خلال مدخرات الأفراد المستثمرة في شكل أسهم و سندات، والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته طبقا لظروفه الطارئة، والتي لا تكون محددة بزمن معين، كما يرغب أيضا في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة.

فخلافا لأنواع الاستثمارات الأخرى، للاستثمار في الأوراق المالية يمتاز بمرونة التعامل، فالبورصة هي وحدها التي تيسر للمستثمر سبيل التخلص من الأسهم بالبيع وبذلك يستطيع أن يسترد أمواله، وبهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن من ناحية عرض المدخرات وتلبية رغبة المدخر في حصوله على أمواله في أوقات تناسب احتياجاته.

ومن ناحية الطلب، والتي تتطلب بقاء الأموال المكتتب فيها لتمويل الاستثمارات المختلفة، فالبورصة بهذا المفهوم هي الجهاز الذي يمكن أن يتحقق به سهولة تسويق الاستثمارات، ومساعدة الأفراد على التخلص منها في أي وقت.

وضمان نجاح البورصة في تحقيق هذه الوظيفة أمران:

- إيجاد طبقة من الوسطاء يقومون بعملية البيع و الشراء سواء لحسابهم أو لحساب الغير، وبذلك يهيئوا للمستثمر سوقا مستمرا لما يمتلكه من أوراق مالية .
- وجود نشاط في التعامل في هذه الأوراق بالقدر الذي يسمح بتحقيق رغبات المستثمرين، ودرجة التعامل بمثابة دعاية طيبة للاستثمار في الأوراق المالية، فكلما كان هناك نشاط في التعامل، دل ذلك على ارتفاع درجة السهولة في تسويقها والعكس صحيح، وعموما يتوقف نشاط التعامل على مجموعة من العوامل بعضها داخلي خاص بالبورصة، وبعضها خارجي يتعلق بحجم قاعدة الملكية للأسهم والسندات المقيدة بالبورصة، فكلما كبرت هذه القاعدة كلما كانت احتمالات البيع و الشراء كبيرة، ويعكس ما إذا كانت هذه الملكية مركزة في أيدي قلة من المستثمرين يصعب معها وجود البائع و المشتري وقت اللزوم.

3-2-تأمين المنافسة ووسيلة لالتقاء العرض والطلب

هذه الوظيفة مرتبطة ارتباطا وثيقا بالوظيفة الأولى فلا يجب أن توفر البورصة تسهيل التسويق على حساب الأسعار، فللبورصة دورا في تحقيق عدالة الأسعار وذلك من خلال الالتقاء الواسع للطلب والعرض معا فهي بما لديها من أجهزة، وإمكانات، واتصالات السماسرة ببعضهم واتصالاتهم بعملائهم بوسائل الاتصال المختلفة تعمل على تجميع الطلب و العرض في مكان واحد، كما تعمد على توفير شروط العلانية في عقد الصفقات وتسجيل الأسعار في مكان ظاهر ونشرها في النشرة اليومية بعد مراجعتها من قبل اللجنة المختصة، كل هذا بهدف تحقيق سعرا عادلا للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة و يبيع مضطرا بخسارة.

كما تساهم البورصة أيضا في تحقيق السعر المناسب عن طريق إلزام الشركات المقيدة بها -طبقا للوائح بعض البورصات- من ضرورة مدها بالمعلومات الكافية من أعمالها التي قد تؤثر مباشرة على قيمة الأسهم، وبذلك يتمكن المتعاملون من تقييم الأوراق المتداولة على أسس معلومة ، والتصرف على أساس مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي تنخفض أعمال المضاربة التي ليس لها أساس اقتصادي سليم، والتي قد تحدث نتيجة لجهل المتعاملين بخصائص ما يتعاملون فيه من أوراق مالية.

وبذلك فالبورصة تؤمن جو من المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات، من خلال الشفافية، والإفصاح، والالتزام بالمثل الأخلاقية، وكذا التقاء العرض والطلب الدائمين الذي يمكن تفاعلها من تحديد الأسعار، مما يعني أن للبورصة وظيفة لتسعير القيم المختلفة المتداولة فيها.

3-3-وظائف مكملة أخرى

إلى جانب الوظيفتين السابقتي الذكر نصادف وظائف تابعة ومكملة أخرى يتم ذكرها فيما يلي:

3-3-1- تشجيع الادخار والاستثمار وتوجيههما

البورصة تسمح بتوجيه الادخار الخاص إلى توظيفات منتجة فالادخار يكون عقيما، والبورصة تعطيه إمكانية استعماله في تمويل الأعوان الاقتصادية، بطرق وكيفيات متنوعة على نحو يحقق لكل مستثمر فيها توظيف لمدخراته بما يناسبه من حيث حجم المبلغ ، ومدة الاستثمار، وعلى غرار أنواع الاستثمارات الأخرى، فإن الاستثمار في الأوراق المالية يتمتع بجاذبية أكبر خاصة لمن تنقصهم الخبرة الكافية وأولئك الراغبين في تدنئة المخاطر ، فالبورصة من هذا المنطلق تفسح المجال واسعا للمستثمرين لتوزيع رأس ماله في سندات حكومية وفي أسهم شركات صناعية أو عقارية، وذلك بتكوين محفظة متنوعة تضمن عدم ضياع كل رأس ماله في حالة فشل المشروع، الذي يركز فيه المستثمر رأسماله.

3-3-2- وسيلة لتحويل الهياكل الصناعية والتجارية

إنّ البورصة هي وسيلة تسهيل عملية تحويل وتكوين المجمعات الصناعية وكذا التجارية وكما هو معروف فانه يتعين على المؤسسة أن تملك أدوات لمواجهة المنافسة الشديدة، وذلك بغية صنع وبيع منتجاتها على نحو فعال، و منه، فإن السيطرة على الأسواق والبحث على أحسن التقنيات للاستثمار بمردودية مرتفعة هي غايات تحمل عددا من المؤسسات لأن تقوم بتحقيق عمليات على رأس مال مؤسسات أخرى كالامتصاص، والانضمام، والتحكم في الإدارة، ومثل هذه العمليات تكون غاية في السهولة إذا ما كان رأس مال تلك المؤسسات مفتوحا ومتداولا في البورصة.

عادة ما تتم العمليات المتعلقة بتحويل الهياكل الصناعية والتجارية عن طريق السوق المالي، وذلك إمّا على شكل العرض العمومي للشراء، أو العرض العمومي للتبادل، أو بالتفاوض على كميات كبيرة للأوراق.

3-3-3- البورصة بارومتر

فالبورصة تساعد في تحديد الاتجاهات العامة في عمليات التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها، فحجم المعاملات ينم عن أهمية الأموال السائلة المتداولة، وكذلك فان الأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة، وبالإضافة إلى ما سبق فإن ما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج، ومما لا شك فيه أنّ هذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر للأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبونها .

3-3-4- المضاربة

المضاربة في البورصة هي عمليات بيع وشراء يقوم بها أشخاص لا بقصد استلام أرباح الأسهم أو فوائد السندات، وإنما لجني ربح من الفروق الطبيعية التي تحدث في الأسعار بين وقت وآخر، وتسمى أرباح رأسمالية، وللمضاربة وظائف هامة تتمثل في:[1]

- معادلة العرض بالطلب.
- العمل على موازنة الأسعار وعدم تقلبها.
- تشجيع على توظيف الأموال لتحقيق أرباح ناجمة عن المضاربة.

ويمكن التمييز بين أربعة أنواع من المضاربين:

- **المضاربون الصعوديون:** وهم الذين يشترون بغرض البيع فيما بعد أملين ارتفاع الأسعار.

- **المضاربون بالنزول:** وهم لا يقلون أهمية عن المضاربين بالصعود، لأنهم يكبحوا بتدخلهم جماح التيارات الصعودية الشديدة، التي ترفع الأسعار ارتفاعا لا تبرره ظروف العرض و الطلب، وهم الذين يبيعون ما لديهم من أوراق للاستفادة من السعر المرتفع الحالي، أو خوفا من انخفاض الأسعار في المستقبل.

- **المضاربون المحترفون:** وهم الذين اتخذوا المضاربة حرفة معتادة لهم، وتقوم هذه الفئة بالمضاربة بناء على التحليلات اللازمة سواء الفنية، أو الخاصة بالسوق، أو الاقتصاد ومن ثم التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار.

- **المضاربون الهواة:** وهم الذين تستهويهم أرباح المضاربة فيقومون بالمضاربة دون علم أو دراية أو خبرة، ومنهم من يعتمد على الإشاعات، ومنهم المقامرون من خلال مفهوم ضربة الحظ، ومنهم المغامرون الذين يقبلون على الأوراق المغمورة أملا في ارتفاع شأنها، ومنهم القطيع الذي ينقاد بسهولة وراء الآخرين.

4-أهم بورصات الدول المتقدمة

إن أهم وأشهر الأسواق المالية في العالم هي الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا واليابان، وتعتبر السوق المالية الأمريكية الأكبر حجما والأكثر نشاطا على المستوى العالمي، ومن أبرز البورصات في هذه السوق بورصة نيويورك للأوراق المالية، وفي حين تعتبر بورصة لندن أهم المراكز المالية في أوروبا، وتحتل السوق المالية في طوكيو هرم الأسواق المالية النشطة في آسيا.

4-1-سوق نيويورك للأوراق المالية

تضم الولايات المتحدة الأمريكية 11 بورصة (سوق إقليمية للأوراق المالية) تتفاوت في حجمها ومدى تطورها، إلا أن هناك بورصتين وطنيتين أكثر نشاط وتطور هما بورصة نيويورك (سوق نيويورك للأوراق المالية NYSE)، وبورصة أمريكا (السوق الأمريكية للأوراق المالية AMEX /American Stock Exchange). وتعد

[1] : ديفيدسون ألكسندر، المضاربة في البورصة، دار الفاروق، القاهرة، 2006 ، ص51.

بورصة نيويورك المركز الرئيسي في السوق المالية العالمية، فهي اكبر مركز مالي دولي في العالم تليها كل من بورصة طوكيو وبورصة لندن.

4-1-1- لمحة تاريخية عن سوق نيويورك للأوراق المالية

تعكس الأحداث التاريخية لسوق نيويورك للأوراق المالية التغييرات والتطورات التي حدثت في الأسواق المالية الدولية، وتتمثل أهمها فيما يلي: [1]

لقد وجدت بورصة نيويورك كسوق للمزادات، حيث يقوم المشترون للأوراق المالية بالتنافس والمزايدة فيما بينهم. وكان يتم عقد المزادات في منهاتن ثم انتقلت إلى دار القهوة سنة 1793 للتعامل ليس فقط في الأوراق المالية ولكن أيضا في التجارة وجارة السندات، ومع تطور الحياة الاقتصادية وتقدمها بدأت تظهر بنوك جديدة وشركات للتأمين والشحن والسفن وشركات البترول والسكك الحديدية مما أدى إلى زيادة الحاجة للإمداد برؤوس الأموال والسيولة، وقد توافق هذا التوسع مع زيادة حاجة الولايات للتمويل والسيولة، حيث زاد عدد وحجم السندات المتاحة أمام المستثمرين .

في سنة 1817، وضع مجلس إدارة سوق نيويورك للأوراق المالية أول نظام لها حيث وضع قواعد ومعايير معينة للإدارة والسلوك ومتطلبات العضوية والانسحاب، في سنة 1863 أقرت البورصة اسمها الحالي. وفي سنة 1865، حصلت على المبنى الذي أصبح مقر إدارتها الرئيسي، واستمر آنذاك الاتجار في البورصة حيث استأجر السماسرة المشاركين حجرة في البورصة مما مكنهم من الاتجار فيما بينهم وبين المزايدين، ثم اخذ السماسرة في الاتحاد في جانب من الغرفة للاتجار في أوراق مالية معينة، واتحد أعضاء كل الغرف وأصبحوا قادرين على البيع سنة 1867 .

في سنة 1920، تم تكوين شركة المقاصة للبورصة لتسوية المعاملات من الأعضاء ونظام الأوراق المالية مركزيا. وفي 1929، قررت الحكومة الأمريكية إدخال هيئة رقابة سميت بلجنة الأوراق المالية والبورصة لتمثيل السلطات العمومية، لها سلطة شبه قضائية وكان أول ظهور لها سنة 1933 بأمر من "روزفيلت "حيث عين أول رئيس لها "جوزيف كندي ". وفي سنة 1999، أصبحت سوق نيويورك للأوراق المالية تضم 1366 مقعد يتم إدارتها بواسطة مجلس مديرين مكون من10 أعضاء متخصصين، وتتم إدارة عمليات البورصة بواسطة رئيس مقيم ومجموعة من الموظفين وقد بلغ سعر المقعد في بورصة نيويورك 220000دولارسنة 1981.

(1):- عبد الحميد صديق عبد البر، النقود والبنوك وأسواق المال الدولية، كلية التجارة بالاسماعلية، 1999 ،ص ص290-291 .

- مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي،الإسكندرية، 2009، ص.60

4-1-2-هيئات رقابة وتنظيم بورصة نيويورك

على أعقاب أزمة 1929، قام أخصائيون معينون من طرف رئيس الولايات المتحدة الأمريكية بالبحث عن أسباب ونتائج الأزمة، وتم تقديم توصيات بالغة الأهمية تمثلت في إدخال إجراءات صارمة بشأن رقابة الأنشطة البورصية، وتنظيمها على النحو الموالي:[1]

وفي هذا الإطار، تم إدخال هيأة رقابة سميت بلجنة الأوراق المالية والبورصة سنة1933 ومنحت لها الوظائف الآتية :

- تعريف معايير لتقييد المؤسسات .
- تصنيف المؤسسة المقيدة .
- تقنين إجراءات طلب الاكتتاب العام للادخار .
- تحديد قواعد سير سوق رؤوس الأموال .
- نشر كل معلومة مفيدة للجمهور .
- مساعدة أصحاب القرار السياسي في الميادين الاقتصادية و المالية .
- منع العمليات التي من شانها أن تغلط مجرى الأسعار بشكل اصطناعي .
- النظر إلى الشكاوي المقدمة من طرف المتدخلين .

وتتكون اللجنة من خمسة أعضاء يتم تعيينهم من طرف رئيس الولايات المتحدة الأمريكية بالأخذ بعين الاعتبار المصداقية والسمعة التي يتمتعون بها في أوساط الأعمال، كما أن المحكمة العليا للولايات المتحدة الأمريكية تعطي لأعضاء اللجنة سلطات لاتخاذ القرارات غير قابلة للطعن إلا في حالة خطأ فادح .

ويسهر على تنظيم وسير بورصة وول ستريت أيضا مجلس حكام يتكون من27عضوا منتخب جلهم، ويمثلون كل القطاعات الصناعية والتجارية والمالية من مسيري مؤسسات، ممثلي صناديق التقاعد أوالتوظيف، أساتذة وغيرهم، وعلى رأسه رئيس يتم انتخابه لمدة سنة. وحتى يمكن الحصول على عضوية هذا المجلس، فانه يتعين على الراغب في ذلك أن يكون بحوزته مقعدا في البورصة، ذلك لان بورصة وول ستريت تعتبر جمعية تتكون من 1366 عضو وهو الرقم الذي تم ضبطه سنة 1853، بينما قد وصل هذا الرقم في آخر السنة 1989 إلى1426عضو والذي ينتمي اغلبهم إلى بيوت سمسرة، ويسهر هذا المجلس على تحديد برامج الأنشطة والسياسات البورصية، بينما يتولى المستخدمون ذو المستوى العالي مسؤولية انجاز هذه البرامج والسياسات. وبالنظر إلى أهمية عددهم، فان المستخدمين ببورصة نيويورك يراقبون جملة أنشطتها .

[1] : محمد براق، مرجع سابق، 1999، ص255 .

4-1-3- شروط الدخول لبورصة وول ستريت وآليات التفاوض بها

هناك جملة من الشروط التي ينبغي توافرها من أجل قبول ورقة مالية من طرف مجلس الحكام في قيد بورصة نيويورك من ذلك انه يتعين على المؤسسة أن تكون :[1]

- قد حققت الأرباح خلال الثلاث سنوات الأخيرة مع حد أدنى مقداره 6.5 مليون دولار للثلاث سنوات أو 2.5 مليون دولار في السنة الأخيرة و2 مليون دولار كحد أدنى للسنتين السابقتين .
- أن تكون لها أصولا حقيقية تصل 18 مليون دولار .
- أن تضع بين يدي الجمهور عدد آسهم لا يقل حجمها عن 9 مليون دولار على الأقل 2000 مساهم بمقدار 100 سهم لكل واحد على الأقل .
- ملتزمة بنشر كل المعلومات المقيدة للجمهور خاصة الساهمين منهم وذلك بشكل منتظم .
- قبول تفويض السلطة.

ويمكن اخذ القرار بعدم قيد المؤسسة في بورصة وول ستريت إذا لم تحترم إحدى القاعدتين الآتيتين :

- 1200 حامل أسهم لفائدة 100سهم على الأقل .
- 600000 سهم في وسط الجمهور بقيمة 2.5 مليون دولار .

هذا وتحقق بورصة وول ستريت يوميا عمليات ضخمة أغلبها عاجلة وبدون استثناء، فان كافة المعاملات التي تجري ببورصة وول ستريت يتم نشرها بشكل مستمر، ومن خلال استعمال الإعلام الآلي، فان المعلومات تبلغ للمتعاملين في كل وقت من ذلك عدد الأوراق التي تم التفاوض عليها، بأي سعر، أسماء المشترين والبائعين .

ويتبع تنفيذ أي أمر المراحل الآتية : [2]

عندما يعطي مستثمر أمرا لوكيل بالبيع أو الشراء، فان بيت السمسرة التي ينتمي إليها الوكيل تقوم عن طريق الهاتف أوالتلغراف بإبلاغ الأمر إلى احد شركائها في البورصة والذي يتقدم إلى المقصورة أوالسلة من اجل تنفيذ الأمر بالتفاوض مع وكلاء آخرين أومختصين ويتم إبرام عقد كل المعاملات بناء على اتفاق شفوي. ومن ثم، فانه ينبغي التأكيد على أن عمليات التفاوض تتم على أساس الثقة المتبادلة بين مختلف المتعاملين، وتوجد بوول ستريت تسعيرة للسندات وتسعيرة للأسهم. ومن ثم، فان المعاملة المبرمة يتم طبعها على الشريط في بعض الثواني، وبعدها يتم التحضير لتسجيل وإرسال المعاملة في كل الشبكة المعلوماتية سواء بمكاتب نواب السمسرة بداخل البلاد أوخارجها. ومن ثم، يصير انجاز المعاملة مؤكدا وترسل بيت السمسرة المعنية رسالة للمشتري أوالبائع .

وينبغي التأكيد على أن بورصة وول ستريت تعرف التصفية اليومية بخلاف بورصة كل من لندن وباريس اللتان تقومان بالتصفية مرتين في الشهر. وعليه، فانه يصير من الضروري على الوكلاء دفع مبالغ ضخمة حتى وإن

---

(1) : منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط2، 2006، ص4.

(2): بريان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، ترجمة دار الفاروق، القاهرة، ط2، 2007، ص 122 .

لم يقدم لهم العميل الجزء البسيط ويتحتم عندئذ على الوكيل أن يقترض من البنك الذي يوفر له الأموال اللازمة بأسعار فائدة تتغير بشكل كبير. وللحصول على هذه الأموال، فان الوكيل يضع القيم المشتراة كرهن لدى البنك المقرض، ويحسن التنبيه كذلك إلى أن قائمة الأوراق المقيدة بالبورصة هي موزعة إلى مجموعات كثيرة على النحو الذي يسمح بالتفاوض على كل منها في أجنحة خاصة .

4-2-سوق لندن للأوراق المالية

في هذا المطلب يتم التعريف ببورصة لندن باعتبارها أكفأ وأقوى البورصات العالمية في المجموعة، وكذا بورصة فرنسا باعتبارها اقل بورصات المجموعة كفاءة، وأنها في تحول مستمر رغبة منها للحاق بتلك البورصات.

4-2-1-سوق الإصدارات الجديدة

لا يوجد مقر محدد لسوق الإصدارات الجديدة، وهو حصيلة تعاون بين أطراف عدة هي كبار بنوك الأعمال، شركات التأمين ووكلاء البورصة. ويمكن التمييز بين إصدارات الدولة البريطانية للأوراق المالية وإصدارات الشركات البريطانية للأوراق المالية، وكذلك إصدارات القيم الأجنبية كما يلي:[1]

4-2-1-1-إصدارات الدولة البريطانية للأوراق المالية

تقوم الخزينة البريطانية وبنك انكلترا في هذا الإطار بطرح سندات للاكتتاب أما البنوك التجارية فتدخلها يكون لتسويق الإصدار أوللاكتتاب لحسابها الخاص. وفي غالبية الأحيان، تقوم مديرية الإصدار في بنك انكلترا بالاكتتاب بالجزء غير المكتتب به من قبل الجمهور، على أن تبيع هذا الجزء لاحقا في السوق عندما تسمح الفرصة بذلك، وهذا ما يخول للدولة- وعلى وجه شبه دائم- القيام بإصدارات لقروض عامة، وكانت إصدارات سندات الدولة تتم بمعدل عائد ثابت إلى أن أعلنت السلطات المختصة سنة1977 عن إدخال سندات دولة متغيرة العائد. وفي ماي 1981، تم إصدار قرض حكومي (عام) مربوط بتطور أسعار التجزئة بقيمة مليار جنيه إسترليني. أما ميعاد استحقاقه، فكان سنة 1996، ووظفت الأوراق المالية بالمزاد وكانت مخصصة حصرا لبعض المكتتبين كصناديق التعاقد البريطانية وشركات التأمين، بعد ذلك أَصدرت قروض جديدة أغلبها كانت لآجال طويلة وسمح فيها بالاكتتاب منذ مارس 1982 للمقيمين أوغير المقيمين. وفي عام 1984، مثلت القروض المربوطة بمؤشرات حوالي 9 % من إجمالي قروض الدولة المصدرة.

4-2-1-2- إصدارات الشركات البريطانية للأوراق المالية وإصدارات القيم الأجنبية

عندما تقرر إحدى الشركات البريطانية إصدار أوراق مالية، فإنها تتوجه عادة إلى بيوت السمسرة التي تقوم بدور الوسيط بين الشركة المصدرة والمستثمرين بالأوراق المالية، والأموال المطلوبة يمكن الحصول عليها أما عبر "إصدارات مباشرة موجهة للجمهور"، وإما عبر "عرض للبيع" يكتتب به البنك بكامل الإصدار على أن يعيد

[1] : وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2003، ص42 .

توظيف هذا الأخير في السوق أوعبر التوظيف لدى المستثمرين المؤسساتيين. ويتركز دور بيوت السمسرة بشكل أساسي على تنظيم وتسويق الإصدار، ونادرا ما يتعدى ذلك لكي يتضمن التوفير الفعلي لرؤوس الأموال.

وبالنسبة للإصدارات الأجنبية، فحتى سنة 1914 كانت الإصدارات الأجنبية تشكل أكثر من نصف مجموع الإصدارات الحاصلة في لندن كقروض لحكومات أجنبية أوتوظيفات صناعية. أما بعد 1940، فارتكزت التوظيفات أولا على الإصدارات في الداخل التي شكلت ثلاثة أرباع التوظيفات الإجمالية. وقد أبقت المملكة المتحدة على رقابة صارمة لأسعار الصرف بعد الحرب العالمية الثانية وجعلتها تستمر حتى عام 1979، هذه الرقابة حدت من خروج رؤوس الأموال ومنعته أحيانا وجعلته أكثر كلفة.

4-2-2- تنظيم بورصة لندن

يظهر تنظيم السوق، من حيث لجنة البورصة وأعضاؤها الذين يتوزعون بين السمسار وتجار الجملة وكذا عملياته التي تقع على الأوراق المالية الصادرة عن الدولة وعن مشروعات القطاع الخاص.

أنشئت بورصة لندن سنة 1883، وتعتبر أنشط بورصة في أوروبا. ورغم أن التقلبات فيها اقل من بورصة نيويورك، إلا أنها تعادل جميع التقلبات في بورصات أوروبا مجتمعة، ويوجد على رأس البورصة مجلس للبورصة يضم 46 عضواً يجري تعيينهم من ضمن أعضاء البورصة، ويتم انتخاب ثلث الأعضاء الجدد لهذا المجلس من قبل أعضائه السابقين. هذا، ويقوم المجلس بالمهام الآتية:[1]

-مهام إدارية تتمثل في إدارة المجلس للبورصة، إذ أن هذا المجلس يتولى قبول أوفصل (الشطب) أوإعادة القبول السنوي للأعضاء.

-مهام تقنية تتمثل في تسجيل القيم بغية تسعيرها وتحديد آلية العمليات.

-مهام قضائية تتمثل في فصل كل النزاعات.

وأعضاء البورصة الذين يعينون من قبل المجلس يتوزعون بين السماسرة ووسطاء الأوراق المالية؛ والسماسرة"Brokers" هم الوكلاء الذين يشترون ويبيعون لحساب الزبائن ويقومون بعمليات على مختلف القيم. أما وسطاء الأوراق المالية "jobbers" فهم أولئك الذين يشترون ويبيعون لحسابهم الخاص، ويعتبرون مضاربين بالأوراق المالية، حيث تنشأ أرباحهم عن الفارق الحاصل بالأسعار ويقتصر تعاملهم على السماسرة كما يقومون بتسعير القيم.

4-3-بورصة باريس [2]

في هذا الفرع تم التعريف ببورصة باريس من خلال النقاط أدناه:

---

[1] : -عبد الحميد صديق عبد البر، مرجع سابق، 1999، ص317 .
- وسام ملاك، مرجع سابق، 2003، ص 55 .

[2] : محمد براق، مرجع سابق، 1999، ص ص262-266.

4-3-1-لمحة تاريخية عن البورصة في فرنسا

كان الاقتصاد الفرنسي قبل منتصف الثمانينيات اقتصاد مديونية، حيث كانت الوساطة المالية تحتل مكان الصدارة في تمويل الاقتصاد عن طريق القروض، وهو الأمر الذي كان يدل على محدودية تمويل الاقتصاد من خلال سوق رؤوس الأموال حيث كانت نسبة تمويل التنمية الاقتصادية بواسطة سوق رؤوس الأموال سنة 1976 تقدر ب15 %بينما كانت تمثل 49% في الولايات المتحدة الأمريكية، 42 % بالمملكة المتحدة و32% باليابان .

ويمكن إرجاع ضعف ومحدودية سوق رؤوس الأموال أساسا إلى النقاط الآتية :

- هيمنة الوساطة المالية في تمويل الاقتصاد .
- سوق رؤوس الأموال لم يجمع الشروط التقنية لاجتذاب المتعاملين النشطين(البنوك والمستثمرين المؤسسين).
- التآكل النقدي لا يحفز العائلات على توظيف مدخراتهم في الأوراق المالية .

وكانت تتشكل الساحة الفرنسية قبل شهر جانفي1991من بورصة باريس إضافة إلى ست بورصات جهوية هي بوردو، ليل، ليون، مرسيليا، نانسي، ونانت. ومما يمكن ملاحظته أن نشاط البورصات الجهوية الفرنسية كان يتسم بالضآلة والمحدودية مقارنة ببورصة باريس. ففي تاريخ 31 ديسمبر 1990، كانت تمثل نسبة قيمة الرسملة البورصية لأسهم البورصات الجهوية على قيمة رسملة الأسهم ببورصة باريس3.45 %بينما كانت تمثل 4093% بالنسبة للسندات. وقدكانت نسبة المعاملات لكل من الأسواق الرسمية، الثانوية والموازية مقارنة ببورصة باريس تقدر بنسبة 2.18 %و 14.63 % و22.68 %على التوالي .

وتجدر الإشارة إلى انه وبالنظر إلى الدور الهامشي الذي كانت تلعبه سوق رؤوس الأموال عامة وإلى الدور المحدود الذي تضطلع به البورصات الجهوية، فان السلطات الفرنسية ما فتئت تجري التصحيحات والتعديلات بغرض تحديث البورصة وعصرنتها وإعطائها الصبغة العالمية .

4-3-2- السلطات الوصية على بورصة باريس

وتتمثل أهم هذه السلطات فيما يلي :

4-3-2-1-لجنة عمليات البورصة

أنشأت بمقتضى أمر صادر بتاريخ 28 سبتمبر 1967، حيث جاءت على شاكلة لجنة الأوراق المالية والبورصة بالولايات المتحدة الأمريكية، وقد تدعمت هذه اللجنة بالقوانين التي أصدرت سنتي 1989و1996، حيث تتكون من رئيس يتم تعيينه في مجلس الوزراء لفترة ست سنوات غير قابلة للتجديد وتسعة أعضاء آخرين لمدة أربع سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، ثلاثة ممثلين للسلطات القضائية(مجلس الدولة، مجلس المحاسبة، مجلس النقد، وممثل لبنك فرنسا، وممثل من مجلس أسواق رؤوس الأموال، وعضو من المجلس الوطني للمحاسبة، وثلاث شخصيات ذات تأهيل تعين على التوالي من طرف رئيس مجلس الشيوخ ،ورئيس المجلس

الوطني ورئيس المجلس الاقتصادي والاجتماعي والذين يتم اختيارهم على أساس كفاءتهم المالية والقانونية وكذا الخبرة في ميدان الدعوة العمومية للادخار .

وهذه اللجنة عبارة عن سلطة إدارية مستقلة لها استقلالها المالي وبها قرابة 230 موظف، كما انه بمقدورها توظيف من ترى فيهم الكفاءة المعرفية والقدرة على الإبداع سواء كانوا موظفين، قضاة، محامين، خبراء محاسبين، اقتصاديين ومن بين مهامها الأساسية :

-السهر على حماية الادخار الموجه استثماره نحو الأوراق المالية .

- الأكيد من الإعلام الجيد لكافة المستثمرين .

- الحرص على حسن سير أسواق الأوراق المالية، القيم المسجلة أوالعقود الآجلة للتفاوض .

- ضبط الأسواق، تحقيق الشفافية، الأمن والمساواة .

4-3-2-2- مجلس أسواق رؤوس الأموال

وهو عبارة عن وصاية مهنية وقد تم تأسيس هذا المجلس بمقتضى القانون الصادر في2 جويلية 1996 والخاص بتحديث الأنشطة المالية. وجاء هذا المجلس ليحل محل بورصات الأوراق المالية ومجلس السوق الآجلة واللذان كانا يمثلان الوصاية على سوق الأوراق المالية وكذا الأسواق الآجلة للأدوات المالية على التوالي .

ويساعد هذا المجلس في مهام وصايته على أسواق الأوراق المالية كل من شركة البورصات الفرنسيةوشركة السوق الجديدة التي تم إنشاؤها سنة1995. أما تنظيم وسير سوق خيارات التفاوض لباريس فتتكفل به شركة المقاصة للأسواق الشرطية في حين أن وصاية السوق الآجلة الدولية لفرنسا تعود مباشرة لهذا المجلس .

4-3-2-3-وصاية السلطات النقدية والبنكية

بما أن احتكار شركة البورصة قد اختفى الأمر الذي أعطى الفرصة للتدخل المباشر للمؤسسات والهيئات المالية على الأسواق وهو الأمر الذي يبرر الدور الكبير المنتظر لعبه من قبل السلطات النقدية وتحديدا لجنةهيئات الائتمان ومؤسسات الاستثمار التي بيدها سلطة منح الاعتماد لمؤسسات الاستثمار .

4-4-السوق المالية اليابانية

تغطي الأسواق المالية في اليابان أسواق الأسهم وأسواق السندات، وتم إنشاء أول بورصة في اليابان في طوكيو وأوزاكا عام 1878 وكانت السندات الحكومية الأوراق المالية الوحيدة في التداول بتلك البورصات آنذاك. وأدى التطور الاقتصادي في اليابان خلال الفترة (1868-1912) إلى قيام البورصات بدور أساسي في توفير التمويل اللازم للصناعة. وفي عام 1949، قامت اليابان بتطوير البورصات اليابانية على النسق الأمريكي، وكانت بورصات طوكيو، أوزاكا ونابويا من أول البورصات اليابانية تطويراً أو تحديثاً عام 1961، وأصبحت بورصة طوكيو أكثر منافسة لبورصة نيويورك عام 1987. ويتم تداول أسهم الشركات اليابانية في 8 بورصات محلية وهي طوكيو- أوزاكا- نابويا- هيروشيما- نياجاتا- فوكوكا – كيوتو- سابورو، وتحقق طوكيو 87% من حجم التداول

بالبورصات اليابانية، وبعد إصدار القانون الخاص بالأوراق المالية والعمليات الواقعة عليها سنة 1948، أعيد فتح البورصات سنة 1949 ضمن ثلاثة شروط:[1]

- يجب أن تسجل جميع العمليات بالترتيب الذي حصلت عليه.
- يجب أن تُجمَّع هذه العمليات في البورصة.
- تمنع العمليات لأجل.

4-4-1-سوق الأسهم

بعد الحرب العالمية الثانية، توجهت الشركات اليابانية إلى البنوك لسد احتياجاتها التمويلية لتمويل النمو السريع الحاصل، واعتاد المساهمون على تلقي أرباح أسهم بنسبة ثابتة على القيمة الاسمية تدفع كل ستة أشهر. وبقيت كذلك حتى سنة1975 بالإضافة إلى ذلك، فان الأرباح المترتبة عن بيع الأسهم لاتخضع للضريبة، واستنادا للقانون التجاري الياباني (المواد 199 و220) يمكن للشركة أن تصدر أسهما عادية ممتازة، أودون القيمة الاسمية، لكنها لا تلعب أي دور يذكر في نشاط البورصة اليابانية، وتتوزع بورصة الأسهم في طوكيو مابين الأقسام الآتية:[2]

- القسم الأول، حيث تكون شروط القبول أكثر تعقيدا.
- القسم الثاني، أنشئ في سنة 1961، أين تسعر الشركات الجديدة.
- القسم الثالث، يتعلق بالأسهم الأجنبية.

أما سوق خارج التسعير، فقد خسر الكثير من أهميته منذ إنشاء القسم الثاني، وحاليا هناك أكثر من مئة شركة تقوم بتبادل أسهمها في هذا السوق.

تتعدد أشكال العمليات البورصة، والشكل الأكثر شيوعا هو ذلك الذي تستكمل فيه العملية بعد انقضاء ثلاثة أيام على العقد، ويسمح أيضا بالقيام بعمليات مكشوفة إذا كان التنفيذ قابل للتأجيل فيما يتعلق بالعمليات الحاصلة بين بيوت الأوراق المالية والزبون المقدم للضمان.

والشروط الأساسية للقبول في تسعير بورصة طوكيو هي الآتية:[3]

- رأس المال يجب أن يبلغ 500مليون ين (خارج طوكيو 1000مليون ين) على الأقل، أوأن يكون موزعا على أكثر من عشرة ملايين سهم (عشرون سهم خارج طوكيو).
- عدد المساهمين يجب أن يبلغ 2000 على الأقل.
- الأصول الصافية الملموسة يجب أن تكون مساوية لمائتين على الأقل مقابل كل سهم (القيمة الإجمالية الدنيا 1.5مليار ين) والأرباح العائدة للسهم يجب أن تساوي على الأقل 15ين عن السنوات الثلاث الأخيرة، (20 ين على الأقل فيما يتعلق بالسنة الأخيرة).

---

(1) : فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية ،2009، ص 27 .

(2) : وسام ملاك، مرجع سابق، 2003، ص ص75-78 .

(3) : نفس المرجع السابق، ص ص75-78 .

- يجب أن تكون الشركة منشأة منذ ما لا يقل عن خمس سنوات وأن تتوفر على العديد من الشروط التفصيلية الأخرى.

ما تجدر الإشارة إليه، أن بورصة الأسهم تعاني من التوجهين المتناقضين الآتيين:

- تبرز ضآلة رأس المال في غالبية الشركات الأمر الذي يسهل في شرائها وهو الخطر الذي تعتبره الشركات اليابانية نظريا، ويبدو للمستثمرين الأجانب على أنه خطر حقيقي. وللاحتراز من هذا الأخير يفترض وجود مستثمرين مستقرين لا يتأثرون بالعروض المغرية.

- يبدو سوق الأسهم بحد ذاته ضيقا لأن غالبية الأسهم تميل لأن تبقى في محفظات أوراق مالية مؤسساتية؛ وهذا ما يجعلها مدعاة للتقلب وعرضة للمضاربة.

4-4-2-سوق السندات

تتوزع السندات في اليابان بين مجموعات ثلاث هي السندات الحكومية والسندات الخاصة وأخيراالسندات الأجنبية بالين.أما فيما يتعلق بتداول تلك السندات، فانه لم تنشأ بورصة للسندات في كل من Tokyo، Osakaو Nagoya إلا اعتبارا من سنة 1969. أما حاليا، فان 95% من العمليات على سندات تجري في السوق خارج التسعير، وهذه السندات المسعرة في البورصة تجذب المصارف المتمركزة في المدن على وجه الخصوص، لأنها قابلة للخصم في المصرف المركزي، أويمكن أن تكون أيضا موضع رهن مقابل السلف الممنوحة.

خلال العقدين اللذين أعقبا الحرب العالمية الثانية، كان الهدف من إصدارات السندات اليابانية يقتصر على تخصيص الموارد المالية المتوفرة للصناعات التي تتمتع بالأولوية من وجهة نظر واضعي السياسة الاقتصادية الحكومية، إما الإصدارات الجديدة، باستثناء تلك التي تقوم بها شركات إنتاج الطاقة الكهربائية وكذلك السندات المصرفية القابلة للخصم، فقد تم امتصاصها من قبل الأجهزة المالية، وكانت هذه الإصدارات تتمتع بالخصائص الآتية: [1]

- شروط هذه الإصدارات كانت تتقرر عبر التفاوض بين الأجهزة المعنية.

- لم تكن توجد علاقة عملية بين سوق الإصدارات النشط وسوق العمليات الذي يتسم بالضعف الشديد، ولم تكن هناك علاقة إذا بين أسعار السندات القديمة وأسعار السندات الجديدة.

- كان يتحدد سوق العمليات، إلى حد بعيد، عبر وضعية السيولة القصيرة الأجل الخاصة بعد ضيق من المشترين(البنوك وبعض الشركات الأخرى)

- شراء سندات الدولة طويلة الأجل من قبل المصارف كان بهدف إعانة القطاع العام، حيث كان يدرك أن هذه السندات لن تظهر لاحقا في سوق العمليات، أي بمعنى آخر لن تكون موضوعا لعمليات لاحقة.

ومن أهم خصائص البورصات اليابانية:[2]

---

[1] : وسام ملاك، مرجع سابق،2003، ص 78 .

[2] : فريد النجار، مرجع سابق، 2009، ص28 .

- انخفاض المخاطر.
- تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصات.
- اتجاه متزايد نحو تسجيل تداول الأوراق المالية الأجنبية.
- استقرار التداول في البورصات اليابانية.
- اتصالات فعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الدولية.
- زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة اليابانية.
- انتشار الوعي الاستثماري.
- اتساع قاعدة الوعي الادخاري لدى اليابانيين.
- تجديد وتطوير أدوات البورصات اليابانية.
- تدويل البورصات اليابانية.
- الاهتمام بقياس الأداء الاقتصادي للبورصة.
- تطوير أداء السوق الأولية والثانوية وأسواق السندات.
- مكننة العمليات في البورصة بالحواسيب المتقدمة.
- بناء شيكات معلومات لتداول الأوراق المالية .
- وضع شروط للوسطاء الماليين بالبورصات اليابانية.
- تحسين شروط الوسطاء الماليين بالبورصات اليابانية.
-الاهتمام بأسواق العملات الأجنبية.

المحور الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية

تمهيد

تعد الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية، باعتبارها السلعة الوحيدة التي تتداول في تلك الأسواق، وتمثل الورقة صكا يعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معا.

وتصنف الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية " أسهم عادية "، وأوراق مالية تمثل مديونية " سندات وما يماثلها " أما الأسهم الممتازة فتعتبر هجين من الأسهم العادية والسندات وأن كانت تصنف ضمن الأوراق المالية التي تمثل ملكية، نضيف لما سبق ذكره أن الأسواق المالية في العالم تشهد اليوم تداول أدوات المديونية و أدوات حقوق الملكية بل امتزجت الخصائص والسمات في أدوات هجينة، هذا وتشهد أسواق النقد تداول أدوات مالية على المدى القصير .

1-الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال

1-1-الأوراق المالية التي تمثل ملكية للشركة

نظرا لتفاوت ميول المستثمرين نحو قبول درجة المخاطرة التي يمكن تحملها، تلجأ الشركات إلى إصدار عدة أنواع من الأسهم، كل نوع منها يقدم صفقة مختلفة من العائد والمخاطرة المتوقعة، ويمكن تقسيم أنواع أسهم رأس المال إلى نوعين هما أسهم عادية وأسهم ممتازة.

1-1-1-الأسهم العادية

السهم العادي عبارة عن صك ملكية في رأس مال شركة مساهمة، ويتمتع صاحبه بمجموعة من الحقوق كفلها القانون لحمايته نذكر أهمها فيما يلي:[1]

- إمكانية نقل الملكية إلى شخص آخر، إذ لا يحق للمساهم مطالبة الشركة بإعادة قيمة الأسهم، بل يلجأ لبيعها في أسواق المال.
- الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها في نهاية السنة المالية، ولا يحق للمساهم الحصول على الأرباح إلا عند تحقيقها واتخاذ القرار بتوزيعها، وبعد استيفاء أصحاب الحقوق الأخرى نصيبهم .
- الإطلاع على دفاتر وسجلات الشركة.
- الحق في حضور وبالتالي التصويت في الجمعية العمومية بنسبة الأسهم التي يمتلكها.
- الحق في الاشتراك في أصول الشركة عند بيعها بمناسبة تصفيتها، وبعد استفاء كافة الحقوق الأخرى.
- الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي تقرر الشركة إصدارها ولهذا الحق مزايا عديدة أهمها:
  - المحافظة على الأهمية النسبية في التصويت لفئات المكتتبين.

---

(1) : ضياء مجيد، مرجع سابق،2003، ص 38-40.

- المحافظة على حصص المساهمين القدامى في الأرباح غير الموزعة، وأيضا الاحتياطات في حالة بيع الأسهم الجديدة بقيمة تقل عن القيمة الجارية.
- حق الترشح لمجلس الإدارة وفقا للنظام الأساسي للشركة.

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية ظهرت مؤخرا أنواعا جديدة في مقدمتها:[1]

1-1-1-1-الأسهم العادية لاقتسام الإنتاجية

الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل، ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة، وعلى الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم، إلا أنه خلق نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين.

1-1-1-2- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة

والأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة، وفي الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي، يسمح للمنشات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها _ في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة - بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة، كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين - المخصص لتمويل شراء الأسهم _ من دفع ضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها، كما يمكن سداد القرض وفوائده من مساهمة مالية إضافية تقدمها المنشأة على أن تخصم قيمتها من الإيرادات قبل حساب الضريبة، وذلك في حدود 65% من إجمالي مرتبات العاملين.

1-1-1-3- الأسهم العادية المضمونة

هي عبارة عن أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض، إذ انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، مما سبق يستخلص ما يلي:

- يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في القيمة السوقية.
- مخاطر التعرض لخسائر تحدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للتعويض، والذي عادة ما يأخذ الأشكال التالية:

- دفع التعويض في صورة نقدية، والذي غالبا ما ينتهي بالمنشأة إلى التصفية في حالة عدم توفر النقدية الكافية لتغطية التعويض.
- دفع التعويض بإصدار أسهم عادية إضافية إذ يتوقف نصيب كل مستثمر على عدد الأسهم التي سبق أن اشتراها، وعلى مقدار الانخفاض في القيمة السوقية للسهم، وهذا الإجراء ينطوي على عدة مشاكل:

---

[1] : رسمية قرياقص، عبد الغفار حنفي، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص ص 248 -252.

– نظرا لاقتصار التعويض على المساهمين الجدد فانه يؤدي إلى زيادة ثروة الملاك الجدد على حساب الملاك القدامى.

– بموجب عقد التأسيس، يحدد حد أقصى لعدد أسهم المنشأة، والإخلال بالمبدأ تترتب عليه التصفية.

● دفع التعويض بإصدار أسهم ممتازة من شأنه تخفيض حجم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها مشتري السهم، ومن مميزاتها: كفاية الحماية لبنوك الاستثمار، ضمان التصريف الكامل للإصدار وتعتبر بديلا مرغوبا للسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، إلا أنه ونظرا لما للسهم الممتاز من سمات، فان مقدرات الشركة وقراراتها تنتقل إلى الملاك الجدد.

1-1-2-الأسهم الممتازة

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية وله قيمة إسمية، قيمة سوقية وقيمة دفترية، وبالرغم أنه ليس للسهم تاريخ إستحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق، لسداد قيمته بأحد الطرق: [1]

- قيام الشركة بشراء الأسهم الممتازة من أسواق، فإلغائها.

- استدعاء الأسهم الممتازة، أو جزء منها وتسديد قيمتها لأصحابها على أن يوجد نص في نظام إصدار هذه الأسهم يخول للشركة فعل ذلك، وتتمتع الأسهم الممتازة بجملة من الخصائص نوجزها فيما يلي:[2]

- تخول لحاملها الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية.
- الشركة ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات في كل سنة تتحقق فيها أرباح.
- لا يمنح لحاملها الحق في التصويت إلا في حالة مواجهة مشكلات عويصة.
- تعطي لحاملها الأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على التوزيعات المستحقة لهم عن سنوات سابقة.
- إصدار الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية المستقبلية للمنشأة.
- تخول الحق لأصحابها في الحصول على توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم.

مثال:

نفترض أنك قمت بشراء سهم ممتاز بقيمة إسمية تقدرب:10000دج وحددت النسبة المئوية ب:10% فإن مالك السهم الممتاز سيتحصل على 1000دج سنويا.

ويعاب على التمويل بالأسهم الممتازة ارتفاع تكلفتها لأن توزيعات الأسهم الممتازة لا تخصم من وعاء الضريبة، وبالتالي لا يتحقق عنها وفر ضريبي وحامليها يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقرضين فيطلبون بذلك عائدا أعلى.

---

(1) :. رسمية قرياقص وعبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 252 .

(2) : منير إبراهيم الهندي، أدوات الإستثمار في رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، ط2، 2006 ص 29.

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك أنواع أخرى نذكر منها: [1]

1-1-2-1-الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة

الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة، وتتحدد بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم، وظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982م لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزانة على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل 3 شهور بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على ألا تقل نسبة التوزيعات عن 7,5% و أن لا تزيد عن 15,5% من القيمة الإسمية للسهم.

1-1-2-2-الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت

هي الأسهم الممتازة التي تعطى كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، ولهذا النوع عدة خصائص: [2]

- لحملة الأسهم الممتازة الأولوية على حملة الأسهم العادية في حالة الإفلاس.
- القيمة الاسمية للسهم لابد وأن تساوي القيمة الاسمية للسهم العادي.
- لحامل هذه الأسهم الحق في الحصول على توزيعات تعادل تماما ما يحصل عليه حامل السهم العادي.
- لحاملها حق التصويت في الجمعية العمومية.

1-1-2-3-الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح أو غير مجمعة الأرباح

الأصل في الأسهم الممتازة أن تكون مجمعة الأرباح، استثناء القاعدة هي أسهم ممتازة غير مجمعة الأرباح، وتعني أن عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات المستحقة على حملة الأسهم الممتازة يؤدي إلى سقوط حقهم في المطالبة بها .

1-1-2-4-الأسهم الممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح

الأصل أن تكون الأسهم الممتازة غير مشاركة في الأرباح، خروج القاعدة هي تلك المشاركة في الأرباح، وتتميز بتحديد حد أدنى بمعدل معين لأرباحها، مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر.

---

[1] : طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص22-23 .

[2] :. رسمية قرياقص وعبد الغفار حنفي، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 269.

1-2-الأوراق المالية التي تمثل دينا على الشركة

يعد السند أحد أشكال الاستثمار في الأصول المالية ، فهو عبارة عن صك مديونية بمقتضاه يتعهد مصدر السند (المقترض) برد القيمة المدونة على السند بالإضافة إلى الفوائد لمالك السند (المقرض) وذلك خلال فترة زمنية متفق عليها، ويتم إصدار السندات بواسطة منشات الأعمال والحكومات.

مثال:

سنفترض أنك ستقوم بشراء سند بقيمة اسمية تعادل 1000 دج، مع كوبون يعادل 8% وتاريخ استحقاق بعد 10 سنوات. هذا يعني أنك ستحصل كل سنة على ربح يعادل 80 دج (1000* 8%) لمدة 10 سنوات. ولأنه في الغالب يتم دفع الفوائد كل 6 أشهر فإنك ستحصل على 40 دج كل 6 أشهر، وبعد انتهاء مدة العشر سنوات ستحصل على مبلغ 1000 دج الذي قمت به بشراء السند.

1-2-1-خصائص السندات

الخصائص هي تلك العوامل التي تميز السند عن غيره من الأوراق المالية، وتميز السند عن غيره من السندات وتشتمل على:[1]

-الكوبون

هو عبارة عن الدخل الذي يحصل عليه حامل السند خلال حياة السند، ويتحدد معدل الكوبون للسند اعتمادا على أسعار الفائدة السائدة في السوق للسندات التي لها نفس درجة المخاطرة.

- تاريخ الاستحقاق

تشير فترة الاستحقاق إلى عدد السنوات التي بعدها يحصل حامل السند على القيمة الاسمية للسند، والجدير بالذكر أن فترة الاستحقاق تحدد عدة مرات حصول المستثمر على الفوائد، إلا أنه يجب الانتباه إلى أن الشركات في حالة إصدارها لسندات قابلة للاستدعاء، فان تاريخ الاستحقاق يصبح غير ذي أهمية، ونشير أنه يجب التمييز بين تاريخ الاستحقاق الفعلي وتاريخ الاستحقاق الأصلي.

- القيمة الإسمية

وهي القيمة المدونة على السند والتي يتعهد مصدر السند بردها إلى حامل السند في تاريخ الاستحقاق، ولكن نادرا ما يباع السند بقيمته الاسمية حيث أن للسند قيمة سوقية تتوقف على معدل الكوبون مقارنة بأسعار الفائدة السائدة في السوق لسندات مماثلة تضمن نفس مقدار المخاطر.

- شروط نقل الملكية

---

[1] : إبراهيم سلطان وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص248-249،.

قد يصدر السند لحامله إذ يمكن نقل الملكية عن طريق البيع أو التنازل (قابل للتداول) ، أمّا السند الاسمي حيث يتم تسجيل السند في سجلات الشركة باسم مالك السند، فلا يتم نقل الملكية إلا من خلال إجراءات معينة لنقل القيد في سجلات الشركة.

إنّ معدل الكوبون لكلا النوعين فتحدده المنشأة على ضوء عدد من المتغيرات:

مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات في تواريخ الاستحقاق، والمركز الائتماني للمنشأة، وما إذا كان السند قابلا للتحويل إلى سهم عادي، ومستقبل الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، والرهونات المتاحة لخدمة الإصدار، وأسعار الفائدة السائدة في السوق، وحجم المنشأة و غيرها.

إنّ وجود شرط الاستدعاء يؤثر على فترة حياة السند، والاستدعاء نوعان: استدعاء مفتوح واستدعاء مؤجل.

1-2-2-أنواع السندات

يمكن التمييز بين عدة أنواع للسندات التي تتداول في أسواق رأس المال نذكر منها ما يلي:[1]

1-2-2-1- سندات لا تحمل معدل كوبون

تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق .

1-2-2-2- سندات ذات معدل فائدة متحرك

تعد مخاطر التضخم أحد المخاطر التي يتعرض لها السند و التي تجعل الفوائد المتحصل عليها من السند غير كافية لتعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية، وقد ترتب على ذلك انخفاض في القيمة السوقية للسندات من جراء رفع أسعار الفائدة في السوق لمواجهة الآثار التضخمية، وجاءت السندات ذات معدل الفائدة المتحرك لحل المشكلة بتعديل معدل الكوبون بصورة دورية (عادة نصف سنوية) لكي يعكس أثر التضخم.

1-2-2-3-السندات ذات الدخل

لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحا، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح من أرباح سنة لاحقة.

1-2-2-4-السندات الرديئة

يقصد بالسندات الرديئة تلك السندات التي يرتفع مقدار المخاطر المرتبطة بالعائد المتحقق، وحيث أن العلاقة بين العائد والمخاطر هي علاقة طردية، لذلك فإننا يجب أن نتوقع أن يكون معدل الكوبون لهذا النوع من السندات مرتفعة نتيجة ارتفاع مخاطر التوقف عن السداد.

---

[1] :. منير إبراهيم هندي، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 37-38.

1-2-2-5-سندات المشاركة

تعطي للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح المنظمة .

1-2-2-6- السندات الدائمة

هو عبارة عن سند ليس له تاريخ استحقاق محدد، والوسيلة الوحيدة للتخلص من هذا السند هو بيعه لشخص آخر مع احتفاظ المنشأة بإمكانية شراء السندات التي أصدرتها من السوق مباشرة.

1-2-2-7- الأوراق المالية الحكومية

يقصد بالأوراق المالية الحكومية صكوك مديونية المتمثلة في السندات وما يماثلها، والتي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم، وتمتاز بتضاؤل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله.

هذا ونضيف أنه يقتصر التصرف بالأسهم عن طريق بيعها بالبورصة، في حين يمكن التصرف بالسندات يمكن أن يكون بإحدى الطرق التالية:

- بنظام السحب السنوي حيث تقوم الشركة كل سنة بسحب مجموعة من الأرقام تدفع قيمتها لأصحابها، ويكون ذلك عن طريق الشركة نفسها أو تكليف أحد البنوك بذلك.
- البيع قبل انقضاء مدة السند، ويتم ذلك عن طريق عرض السندات للبيع عن طريق البورصة.
- الانتظار لنهاية المدة، وفي هذه الحالة تقدم السندات للشركة رأسا أو لأحد البنوك المكلف بصرف قيمتها.

أما بالنسبة للسندات الحكومية فيكون التصرف فيها قبل نهاية المدة بالبيع عن طريق البورصة، أو الانتظار لنهاية المدة وتقديمها لأحد البنوك لصرف قيمتها من البنك المركزي .

1-2-2-8-أصول مالية أخرى

تدخل الأصول المالية الأخرى غير الثلاث أنواع السابقة فهي تشمل على خصائص مشتقة من ورقة أخرى كالقروض القابلة للتحويل إلى أسهم وصكوك الشراء اللاحقة.

1-3- مقارنة بين السهم والسند

جدول رقم(1): مقارنة بين السهم والسند

السهم	السند
- جزء من رأس المال . - المساهمون هم شركاء أو ملاك الشركة . - عائد السهم متغير . - حامل السهم يحصل على عائد لا يعتمد على الربح فقط ،و إنما باتخاذ القرار بتوزيعها . - عائد الأسهم تعتبر توزيعا للأرباح تخضع للضريبة . - للمساهمين حق الاطلاع و الحصول على معلومات بخصوص سير العمل بالشركة ،لذلك من حقهم . أ- حضور اجتماعات الجمعية العمومية . ب- حصولهم على المستندات والتقارير الدالة على نشاط الشركة . - للمساهمين حق المشاركة في إدارة شؤون الشركة . أ- من خلال الموافقة على الحسابات الختامية للسنة المنتهية . ب- من خلال تعيين أعضاء مجلس الإدارة . - للمساهمين حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال . - يمكن إصدار الأسهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار-علاوة الإصدار .	- دين على الشركة . - يعتبر حملة السندات دائنون . - عائد السند ثابت . - حامل السند يحصل على فائدة بغض النظر عن حجم الأرباح و توزيعها . - الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة . - حملة السندات ليس لهم أي حق في حضور اجتماعات الجمعية العمومية أو الحصول على التقارير و البيانات عن نشاط الشركة . - حملة السندات ليس لهم أي حق في التدخل في إدارة الشوكة إلا في حالتين فقط . أ- تغير الشكل القانوني . ب- إدماج الشركة في أخرى يمكن للمساهمين إنهاء المديونية، ومن حق حملة السندات استرداد قيمة السندات خلال ثلاثة أشهر . - يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية، أي بعلاوة، وقد تسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية . -حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد وبالكامل . - ليس لحملة السندات أي حق أفضلية أو أولية في الاكتتاب في زيادة رأس المال .

المصدر: شمعون شمعون، مرجع سابق، ص44-45

-حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده وهو قابل للزيادة أو النقصان . - عند تصفية الشركة يكون لحملة الأسهم الحق في استرداد مدخراتهم أو ما يخصهم بعد تسديد كافة الديون . - القيمة الجارية (السوقية) للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري .	- حامل السند له حق الحصول في استرداد مبلغ المديونية قبل أن يحصل المساهمون على أي شيء . - القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمي (على السند) .

المصدر: شمعون شمعون، مرجع سابق، ص44-45

1-4-الأوراق المالية القابلة للتحويل

تتمثل هذه الأوراق في السندات والأسهم الممتازة التي تصدرها الشركة، وتعطي الحق لحاملها اختياريا لتحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية، وإضافة هذا الحق عند إصدار هذه الأوراق يشجع المستثمرين على الاكتتاب فيها، فلهذه الأوراق ميزتين أساسيتين:

-الحصول على معدل عائد ثابت بمجرد شراءه لهذه الأوراق (معدل الفائدة على السندات أو قيمة الكوبون كعائد للسهم الممتاز).

- التمتع بالمشاركة في نمو وازدهار الشركة في المستقبل عن طريق حقه في تحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية في أي وقت يختاره.

وعادة ما تكون تلك الأوراق قابلة للاستدعاء بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية، ولا يتوقع التلويح باستخدام شرط الاستدعاء عندما تكون قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء ويقصد بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم مضروبة في معدل التحويل، وتختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل إذ يتمثل سعر التحويل إذ يتمثل سعر التحويل في القيمة الاسمية للسند أو السهم الممتاز القابل للتحويل مقسوما على معدل التحويل مما يعني أن معدل التحويل يتمثل في ناتج قسمة القيمة الاسمية للسند على سعر التحويل.

ولا يفوتنا في هذا المقام الإشارة إلى صكوك الشراء اللاحقة وهي إحدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركة لتحفيز المدخرين للاستثمار في الأسهم العادية، وهي عبارة عن صك يقوم المستثمر بشرائه، وهذا الصك يكفل له حق الشراء لعدد محدد من أسهم الشركة في تاريخ لاحق، وبسعر محدد مسبقا دون أن يفقد وضعه كدائن، ويصرف النظر عن السعر السوقي وقت تنفيذ هذه العملية، وهذه الصكوك بهذا المعنى توفر الأمان والحماية للمستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار، هذا و يتم تقدير قيمة حق الشراء كما يلي: [1]

$$ف\ ت = (س\ ت - س") \times 1/ل$$

س ت : قيمة السهم السوقية في اللحظة ت .

س" : سعر ممارسة الحق يفرض أنه ثابت (القيمة الفعلية).

ل : عدد الحقوق الضرورية للحصول على سهم بالسعر س.

ف ت : القيمة النظرية لحق الشراء عند اللحظة ت.

2-الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد

تتداول في السوق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل يتم ذكرها فيما يلي: [2]

2-1-أذونات الخزينة Treasury Bills

هي عبارة عن أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل لا يزيد استحقاقها عن سنة وتصدرها الحكومات بشكل دوري وذلك بمعدل مرة كل أسبوع تتراوح فترة استحقاقها من 91 يوماً إلى 182 يوماً وهناك أذونات خوينة فترة استحقاقها إلى 52 أسبوعاً ولكنها تصدر كل شهر مرة وتتميز بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية كما تتميز بانخفاض عائدها بسبب خلوها من المخاطرة Risk Free حيث تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية للورقة .

2-2-الأوراق التجارية Commercial Papers

وهي كمبيالات أو أوراق دين قصيرة الأجل يتراوح تاريخ استحقاقها من خمسة ايام إلى تسعة شهور وتصدرها الشركات والمؤسسات الكبرى وبمقتضى تلك الأوراق يقوم مصدر الورقة بدفع قيمتها لحاملها في تاريخ الإستحقاق وتباع هذه الأوراق بخصم من قيمتها الاسمية ، ومن مميزاتها أنه من غير الضروري أن تكون مضمونة بأي أصل من أصول الشركة فالضامن الأساسي للمتعاملين فيها هو سمعة الشركة ومكانتها كما أن التزام البنوك التجارية بسداد قيمة هذه الأوراق يجعل مخاطر الاستثمار في تلك الأوراق محدوداً ولكن أعلى بقليل من المخاطرة الناجمة عن الاستثمار بأذونات الخزينة.

---

(1) :. عبد الغفار حنفي، الإستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 381.

(2) :صلاح الدين حسن السيسي، البورصات والأسواق المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2014، ص 144.

2-3-القبولات البنكية Bankers Acceptances

تستخدم في تمويل التجارة الدولية وهي عبارة عن تعهد كتابي بإعادة مبلغ اقترضه شخص من أحد البنوك ويمكن للبنك الاحتفاظ بهذا التعهد حتى تاريخ الإستحقاق كما يمكن بيعه لشخص أخر يبيعه بدوره لشخص ثالث وهكذا ، وفي تاريخ الاستحقاق يحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره (المقترض الأصلي (وإذا ما فشل في ذلك يمكنه الرجوع إلى البنك الذي قبل التعهد من البداية .

2-4-شهادات الإيداع القابلة للتداول Negotiable Certificates of Deposit

تقوم البنوك عادة بالتمويل عن طريق الودائع أو الاقتراض من مصادر أخرى والتي من أهمها شهادات الإيداع والتي يمكن أن تكون قابلة للتداول أو غير قابلة للتداول ويقصد بالشهادات الإيداعات القابلة للتداول التي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق ويكون معدل الفائدة على القيمة الإسمية لها أعلى من مثيلاتها غير القابلة للتداول ونظراً لأنها تعتبر بمثابة ودائع لأجل فإنه لا يجوز استرداد قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق لكن يمكن التصرف بها عن طريق عرضها للبيع في السوق الثانوي.

2-5-قرض الدولار الأوروبي Eurodollar

يستخدم إصطلاح اليورودولار للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ فيها بنوك خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص البنوك الأوربية ويتكون سوق اليورودولار من عدد من البنوك الكبيرة التي يقتصر تعاملها على الدولار بمعنى أنها تقبل ودائع وتمنح قروض بالدولار الأمريكي وتتسم هذه القروض بضخامة القيمة وقصر فترة الاستحقاق وتتجمع الدولارات الأمريكية لدى البنوك الأوروبية نتيجة لقيام بعض البنوك والشكركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوربية التي تتعامل بالدولار بسبب ارتفاع معدلات الفوائد التي تمنحها أو بسبب القيود والإجراءات التنظيمية المفروضة على البنوك الأمريكية .

2-6-اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements

تمثل أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية لتحويل مخزون اضافي من الأوراق المالية سهلة التسويق وذلك لليلة واحدة أو لبضعة أيام قليلة وقد تمتد لفترة أطول قد تصل إلى شهر أو أكثر وبمقتضى هذا الأسلوب يلجأ التجار إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم له اتفاقاً مع أحد المستثمرين الذي يبحث عن فرصة لإقراض أموال فائضة لديه ووفقاً للاتفاق يبيع التاجر (بصفة مؤقتة) أوراقاً مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه كما يقوم بنفس القوت بإبراد صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق مع المستثمر ذاته بسعر أعلى قليلاً من السعر الذي باع له هذه الأوراق على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبغ الذي سبق أن حصل عليه من المستثمر وهكذا تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر وعودة الأموال إلى المستثمر ويعتبر الفرق بين قيمة عقد البيع وقيمة عقد الشراء

بمثابة فائدة على الأموال المقترضة ومن المعروف أيضاً أن عقد البيع لا يترتب عليه انتقال حيازة الأوراق المالية المعنية إلى المستثمر بل تبقى في حوزة التاجر وإن كان ينص في الاتفاق على اعتبار تلك الأوراق مرهونة لصالح المستثمر.

2-7-القروض الفيدرالية Federal Funds

وتسمى أيضاً قروض فائض الاحتياطي الإلزامي حيث يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه وتتمثل هذه القروض في تعهد غير مكتوب ولكنه مضمون من قبل البنك المركزي ، ويلتزم فيه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوباً بالفائدة المتفق عليها وعادة ما تكون مدة هذه القروض لليلة واحدة بهدف سد العجز في الاحتياطي الإلزامي.

المحور الرابع: عقود المعاملات في الأسواق المالية

تمهيد

شهدت السنوات الأخيرة تطورات كبيرة في أسواق المال وآلية عملها بالإضافة إلى تنوع الأدوات المالية التي تتعامل بها هذه الأسواق، وفي هذا الإطار، تم إبتكار المشتقات المالية التي ينظر إليها على أنها أداة هامة لإدارة وتغطية مخاطر التغيرات السعرية وإتاحة الفرصة أمام المستثمرين لتخطيط التدفقات النقدية فتح مجالات جديدة للإستثمار لديهم، إضافة إلى كونها أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ لاحقة، وتساهم في تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد، وسرعة تنفيذ الإستراتيجيات الإستثمارية وتحقيق سمة الكمال للسوق، وفي المقابل، يكشف العديد من الباحثين الإقتصاديين في الغرب عن حجم المخاطر التي تسببها المشتقات.

وأثارت الأزمة المالية العالمية 2008 التي إنفجرت على نطاق واسع في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، وإمتدت آثارها إلى الكثير من الأسواق في مختلف دول العالم خاصة الأسواق الناشئة في الدول النامية العديد من التساؤلات، إلا أن هناك إجماع على أن الأسباب الرئيسية لحدوثها ترجع إلى الممارسات التي سادت في أسواق المال وإنعدام الرقابة عليها وإبتكار الأدوات المالية الجديدة والتي يطلق عليها المشتقات المالية.

1-ماهية المشتقات المالية

عرفت المشتقات المالية تعريفات عديدة من أهمها:

1-1-تعريف المشتقات المالية

المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم إسترداده وليس هناك عائد مستحق على الإستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لأغراض عدة، وتشمل إدارة المخاطر والتحوط ضد المخاطر والمراجحة بين الأسواق وأخيرا المضاربة. (1)

ويمكن تعريفها أيضا على أنها: عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات إستثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع...إلخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات إستثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما إصطلح عليه بالهندسة المالية. (2)

وتعرف المشتقات أيضا على أنها: ليست أصولا مالية، وليست أصولا عينية وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها ويترتب عليها حقا لطرف وإلتزاما لطرف آخر. (3)

---

(1) معهـــد الدراســـات المصـــرفية، إضاءات مالية ومصرفية ، العدد الثاني، الكويت، جانفي2010، ص2.

(2): عبد العال حماد ، المشتقات المالية: المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص5.

(3) :HULL J.C, Options, Futures, and other Derivatives, Pearson, Paris, 7ème Edition, 2009, p .

أما صندوق النقد الدولي فيعرفها على أنها: عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقضي أو تتطلب إستثمارا لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي إنتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري. [1]

إذا المشتق المالي أداة تشتق قيمتها من سعر أو معدل عقد أو مؤشر مالي، وهذا السعر أو المعدل الأساس يمكن أن يكون سعر ورقة مالية محددة أو سعر صرف أجنبي أو سعر سلعة أو معدل فائدة أو مؤشر أسعار، فالمشتقات هي الأدوات المالية المشتقة وهي عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتنوع هذه العقود وفق طبيعتها مخاطرها وآجالها.

وتستخدم المشتقات من قبل ثلاثة أنواع من المستثمرين:

-**المتحوطين:** هذا النوع من المستثمرين يستخدمون المشتقات من أجل التقليل بقدر الإمكان من الخسائر عن طريق إتخاذ مركز معاكس لمركزهم السابق حتى يحموا أنفسهم من الخسائر في حال عكس السوق من حركته.

-**المضاربين:** هذا النوع من المستثمرين يشتركون في الأسواق بحثا عن أرباح غير طبيعية، مع قبول المخاطرة العالية من خلال إتخاذ مراكز مفتوحة.

-**المراجحين:** هذا النوع من المستثمرين يحاولون البحث عن الربح منخفض المخاطر، وذلك عن طريق الإستفادة من فروقات الأسعار.

1-2-سبب الحاجة للمشتقات المالية

مما سيق يمكن إستنباط سبب الحاجة إلى المشتقات المالية، فهي أولا أدوات لتثبيت الأسعار في عمليات السوق، فتكون بذلك أدوات لإدارة المخاطر الناجمة عن تقلبات الأسعار، أو ما يسمى بالتحوط، فالذي يشتري حق شراء سلعة ما في المستقبل بسعر محدد يدفع عن نفسه خطر إزدياد ثمنها في المستقبل. وهي ثانيا وسائل بذاتها للإتجار بقصد الإسترباح ، أي قد لايكون هدف من يشتري هذا الحق شراء السلعة حقيقة في المستقبل، بل الإسترباح ببيع هذا الحق في الأسواق، إذ كلما غلا سعر السلعة أمكنه بيع ذلك الحق بثمن أعلى، واليوم سوق المشتقات المالية هو أروج الأسواق، وهي سوق فاقت قيمتها بكثير قيمة الأصول الحقيقية التي تمثلها، إذ بلغ حجم قيمة المشتقات المتداولة في عام 2013م نحو 1.2 كوادريليون دولار مع أن متوسط مجمل قيمة السلع والأصول المالية الحقيقية عي بين 50 إلى 60 تريليون دولار فقط. [2]

وأصل الحاجة إلى المشتقات نشأت لغرض التحوط، لكنها إستخدمت بعد ذلك لأغراض المضاربة السعرية فيها والإتجار، وأكثر ما تستخدم له في الأسواق المالية اليوم هو في هذا النوع من المجازفات وليس التحوط، ووفقا لدراسة أجراها مكتب مراقبة العملة في أمريكا فقد تبين أن نسبة عمليات تجارة المشتقات التي تتم في أمريكا والتي

(1) ، سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، دار الناشر للجامعات، مصر، 2005، ص58.

(2) : www.americanblog.com

تنتهي بالتسليم الفعلي للسلع والأصول المباعة هي27%فقط من مجمل العمليات، أي أن ما كان منها للتحوط حقا هو تلك النسبة، بينما 97.3 %من عمليات المشتقات هي لأجل المضاربة. [1]

1-3-آلية وهدف العقود المستقبلية

العقود المشتقة هي عقود تتم بين طرفين ويقتضي بموجبها تثبيت سعر سلعة ما في الوقت الحاضر على ان يتم تسليمها بهذا السعر الثابت في المستقبل.

وقد يكون التعامل بالمشتقات من خلال الأسهم أو العملات ، والأصل فيها هو نقل المخاطر من طرف إلى آخر بقبول الطرفين. مثلا: إذا كان هناك عقد آجل أو بيوع مستقبلية على مبادلة عملتين فإن الهدف ما هو إلا تثبيت سعر الصرف السائد بتاريخ العقد ولمدة العقد، فإذا حل الأجل يحق للطرفين عمل التبادل في العملتين دون النظر إلى سعر الصرف السائد وقت التعاقد، فيخسر طرف ويربح طرف آخر.

وللتوضيح، نفترض أن أحد البنوك يتملك أسهما ويمنح عملاءه من خارج البلد حق المراهنة على هذه الأسهم من خلال عقود المشتقات، زذلك بأن يدفع العميل مارجن معين (10% أو أكثر) مع بداية العقد. فإذا إرتفع السهم الذي راهن عليه العميل بعد حلول الأجل وإنتهاء العقد، فإن العميل يأخذ الأرباح الناتجة عن إرتفاع أسعار السهم من دون أن يتملك أيا من أصل الأسهم. وكذلك الأمر إذا هبط سعر السهم ، فإن العميل يتحمل خسارة الفرق بين سعر السهم في بداية العقد مع نهايته من دون تأثير على أصول الأسهم التي يتملكها البنك، وفي حال وصلت قيمة الخسارة إلى كامل المارجن الذي دفعه العميل في بداية العقد، فإن العقد يعتبر منتهيا ويخسر العميل أمواله التي دفعها.[2]

2-مخاطر إستخدام المشتقات المالية

ينظر إلى المشتقات المالية على أنها أداة للتنبؤ وإستكشاف السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضرة في تاريخ التسليم، وأداة للتغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية، وخاصة أن جميع المستثمرين يرغبون في الحفاظ على إستثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة، ويجد هؤلاء المستثمرين بغيتهم في أسواق المشتقات والتي تمكن أولئك الراغبين في تقليل المخاطر من تحويلها إلى أولئك الراغبين في زيادة المخاطر.

ورغم أن التعامل في أدوات المشتقات المالية يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد وأسعار الصرف وكذا أسعار السلع، إلا أنه بحكم طبيعة تلك الأدوات إذ ترتبط بالتوقعات فهي كذلك تتضمن إحتمالات الربح والخسارة، حيث أنها في حد ذاتها تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة وغير محتملة، مما

(1):AL-Suwailem, Sami, Hedging in Islamic Finance, Publications of Islamic DevelopmentBank,Paper N°10, 2006, P 43 .

(2) Kunhibave, Sherin, Derivatives in Islamic Finance, publication of International Shariat Academy for Islamic finance Paper N°7, 2010, P3 .

يتسبب في إحداث الأزمات، وتتمثل المخاطر التي يمكن أن تواجهها أدوات المشتقات أساسا في جملة من المخاطر: [1]

2-1-مخاطر الإئتمان

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الإقتصادية التي سيتكبدها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف الآخر في العقد في الوفاء بإلتزاماته المالية المنصوص عليها في العقد، ويعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر إنتشارا في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصات المنظمة، الأمر الذي يقتضي أهتمام المتعاملين في البورصات غير المنظمة بتقييم الجدارة الإئتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها. [2]

2-2-مخاطر السوق

تتمثل مظاهر مخاطر التسوية في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آنيا، فقد يتعرض أحد الأطراف للخسارة إذا كان السعر الذي باع به مرتفعا مع رفض الطرف الآخر بالسداد في التاريخ المحدد للتسوية، كما قد تكون قيمة الأصل محل التعاقد عرضة لتقلبات الأسعار، وبالتالي قد تنخفض هذه القيمة في حالة عدم توافق ميعاد تسليم الأصل مع ميعاد إستلام ما يقابله نقدا يوم التسوية، ويمكن تقليل مخاطرة التسوية في المشتقات المالية لدرجة كبيرة بإستعمال شروط تصفية التسويات في الإتفاقيات الشاملة، وهذا يؤدي إلى تقليل مخاطر التسوية للإتفاقيات التي تتم بنفس العملة وتبقى مخاطرة كبيرة تتمثل في مشكلة التسديد بأكثر من عملة واحدة.[3]

2-3-مخاطر الإحلال

أما مخاطر الإحلال فلا تتعلق بإخفاق أحد الأطراف في الوفاء بإلتزاماته خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الإلتزام مطلقا، وهو الأمر الذي يضطر معه الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بإلتزاماته قبل الغير مع تحمله لخسائر جسيمة والتي تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر السوق للأوراق المالية المتعاقد عليها.

2-4-مخاطر السيولة

وهي المخاطرة التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الإلتزامات أولا بأول من قبل المتعاملين في سوق المشتقات، مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات أكثر صعوبة، وعلى الرغم من وجود العديد من المتعاملين في أسواق المشتقات المالية، ورغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسييل بعض العقود بالسرعة الممكنة، وذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من العرض والطلب وغيرها من العوامل، مما يؤدي إلى حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسييل مراكزها بسرعة.

---

(1): مؤيد عبد الرحمن الدوري وسعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص ص 37-40.

(2): عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص264.

(3) بن علي بن عزوز وآخرون، إدارة المخاطر-المشتقات المالية-الهندسة المالية، دار الوراق، الأردن، 2013، ص 90.

2-5-المخاطر القانونية

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقا لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة مثل هذه المخاطرة يمكن أن تنشأ، مثلا من عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حالة الإفلاس، أو إدخال تغييرات عكسية في قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحظر على المنشآت الإستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية، أو هي تلك المخاطرة الناشئة من عدم تنفيذ العقد، وذلك بسبب عدم إمتلاك بعض المتعاملين للصلاحيات في الدخول بالتعاقدات، لذلك يجب التأكد على ضمان إمتلاك الأطراف المتعاملة للصلاحيات التي تخول لهم التعاقد بإسم البنك أو المؤسسة، ومن ثم إتباع الإجراءات القانونية في عملية التعاقد.

3-أدوات المشتقات المالية

وتتمثل أدوات المشتقات المالية فيما يلي:

3-1-العقود آجلة التنفيذ

يراد بالعقود آجلة التنفيذ إتفاق متعاقدين على بيع أصل ما بسعر محدد وأجل تسليم محدد، كأن يتفق تاجر مع آخر على بيعه عشرة أطنان من القمح تسلم في تاريخ معين بسعر خمسين ألف دينار، مثلا تدفع في نفس يوم التسليم، وإعتبار هذه العقود من المشتقات فيه يجوز لأنها لاتكون كذلك إلا إن بيع إلتزام المشتري أو البائع في هذا العقد، إذ حينئذ يحدث الإشتقاق المالي كما تقدم، سواء أكان البيع إلى العاقد الآخر أم إلى طرف ثالث، وهذه العقود لاتجري في أسواق منظمة خاصة، وهذا ما يميزها عما يسمى بعقود المستقبليات محل حديثنا الآتي.[1]

3-2-المستقبليات

عقود المستقبليات هي عقود بيع آجلة تجري في أسواق منظمة، هي الأسواق المالية، وهي عقود نمطية بمعنى أنها تخضع جميعا إلى أحكام محددة يضعها السوق المنظم لها، ويكون هذا السوق هو الضامن لتنفيذها ومن مزايا هذه المستقبليات أنها تحل مشكلة العثور على المتعاقدين الراغبين بإجراء البيع الآجل في السلع المرغوب التعامل بها، كما أنها مضمونة التنفيذ بضمان السوق المنظم لها، فضلا عن أن أسعار السلع أو الأدوات المالية المتداولة فيها تكون بالسعر الذي يحدده السوق على الأغلب، لا مفاوضات المتعاقدين. [2]

وفي هذه السوق المنظمة لعقود المستقبليات نجد ما يسمى ببيوت المقاصة ومهمتها مراقبة أسعار الأصول في هذه العقود، بعد أن تستوفي من الطرفين البائع والمشتري هامشا ماليا محددا، فإن تحرك سعر السوق هبوطا أو إرتفاعا طلب بيت المقاصة من المتعاقد المتضرر بهذا التحرك رفع هامشه بما يتناسب وهذا التحرك، لأن هذه العقود قد صممت لأغراض المضاربة، فيكون مقصود المتعاقدين الغالب من الحالات هو المضاربة على أسعار السوق وليس التحوط، أي فلا تنتهي هذه العقود بالتنفيذ الفعلي للبيع من إستلام السلع ودفع الأثمان، بل بدفع فروق

(1): رضوان سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص207.
(2): عبد العال حماد ، مرجع سابق، ص264.

السعر عند حلول أجل العقد، يدفعها الخاسر إلى الرابح عبر بيوت المقاصة التي يدفعها من الهامش المتراكم ، أي أن المستقبليات تبدأ ببيع ثم يبطل هذا البيع وتنتهي بقمار كما سيأتي تفصيله.

وتتجلى الفروق بين العقود الآجلة وعقود المستقبليات على الرغم من كونها جميعا عقود بيع آجلة متأخرة التنفيذ في الآتي: [1]

أ-العقود الآجلة عقود بيع عادية يصوغ شروطها وإلتزاماتها المتعاقدين، أما عقود المستقبليات فإنها عقود نمطية ينظم السوق أحكامها.

ب-تجري العقود الآجلة على السلع غالبا، أما المستقبليات فعلى كل ما تعرضه السوق المنظمة من سلع وأسهم وسندات ومؤشرات مالية ومعدلات فوائد.

ت-الغرض الغالب من عقود البيع الآجلة التحوط من مخاطر تقلب أسعار السلع، بينما تشكل المضاربة الغرض الأساس للمتعاقدين في عقود المستقبليات، فتنتهي بالتسوية لا بالتسليم.

ث-تترافق وجوبا عقود المستقبليات، دون العقود الآجلة، مع دفع هامش متغير بحسب تقلبات السوق بإشراف ومتابعة من قبل بيت المقاصة.

ج-تتم تسوية العقد في العقود الآجلة في أجل التسليم المتفق عليه في العقد أما المستقبليات فيمكن تسوية العقد في أي وقت قبل التاريخ المذكور في العقد بحسب ما تمليه قوانين السوق المنظمة.

3-3- الخيارات

تدخل الخيارات على عقود البيع آجلة التنفيذ، ولاسيما عقود المستقبليات التي تجري في الأسواق المالية المنظمة، لتحرر صاحبها من تبعة الإلتزام بما ألزم به نفسه في تلك العقود من شراء أو بيع، وذلك مقابل ثمن يدفعه إلى المتعاقد الاخر ليمنحه هذا الخيار. كما يمكن للخيارات، وهذا حالها في الغالب، أن تنشأ مستقلة عن إلتزام تعاقدي سابق، لتتضمن بطبيعتها إتفاقا على إجراء بيع وشراء مستقبلي محتمل، وبالجملة يمكن تعريف الخيار بأنه "إتفاقية تعاقدية يمنح بموجبها البائع (مصدر الخيار) الحق للمشتري(المكتتب بالخيار) ببيع أو شراء عملة أو بضاعة أو أداة مالية بسعر محدد سلفا، في تاريخ مستقبلي محدد أو في أي وقت خلال الفترة المنتهية في ذلك التاريخ. [2]

وهناك ثلاثة معايير زمنية معمول بها في الأسواق المالية لممارسة الخيارات:

-المعيار الأمريكي، ويعطي حامل الخيار الحق بممارسته، أي بتنفيذ عملية بيع أو شراء الأصل بمقتضى الخيار، في أي وقت يشاؤه حامل الخيار من تاريخ شراء الخيار إلى إنتهاء أجله.

-المعيار الأوروبي، ويعطي حامل الخيار بممارسته عند أنتهائه فقط لاقبل ذلك التاريخ.

-المعيار المسمى معيار برمودا ويعطي حامل الخيار الحق بممارسته في عدة أوقات محددة ومذكورة في إتفاقية بيع الخيار.

---

(1):معهـــد الدراســـات المصـــرفية ، مرجع سابق، ص 3.

(2):الحمصي محمد رائد، حفيفة المشتقات المالية، مؤسسة القدس للنشر، دمشق، 2005، ص135.

3-3-1-أنواع الخيارات

ويتمثل أهمها فيما يلي: [1]

3-3-1-1-خيار الطلب (الشراء)

وهو إمتياز يعطي لحامله الحق في شراء سلعة ما أو أداة مالية بسعر محدد خلال فترة محددة مقابل ثمن محدد يدفعه مشتري ذلك الحق إلى بائعه أي أن مشتري هذا الحق بالخيار بين ان يشتري تلك السلعة أو الأداة المالية بالثمن المتفق عليه وبين أن لايشتريها، وذلك خلال فترة محددة هي غالبا ثلاثة شهور.

يلاحظ من التوصيف السابق ان من يشتري خيار الطلب هو من يتوقع إرتفاعا في السعر السوقي للسلعة خلال فترة الخيار، ومن يبيع هذا الخيار من ملاك السلع هو في الحقيقة من يتوقع إستقرارا في السعر خلال تلك الفترة لاهبوطا وغلا لباع سلعته الآن، ولا صعودا وإلا لما أعطى الخيار، فيكون كسبه هو ثمن الخيار الذي لاباعه. والذي يحمل مشتري هذا الخيار على الشراء هو إما التحوط ضد تقلب أسعار السلع التي تنوي شراءها أو المضاربة كما سيأتي التعليق على ذلك لاحقا.

3-3-1-2-خيار العرض(الدفع)

هذا الخيار هو عكس الخيار السابق، فهو يعطي حامله الحق في بيع سلعة محددة بسعر محدد وخلال فترة محددة، لك مقابل مبلغ معلوم يدفعه إلى الطرف الآخر.

وعلى هذا، فإن من يشتري خيار العرض من ملاك السلع هو من يخشى او يتوقع إنخفاض ثمنها في المستقبل خلال فترة الخيار، ومن يبيع هذا الخيار هو من يتوقع بقاء إستقرار الأسعار خلال تلك الفترة، لاهبوطها إذ لو توقع هبوطها لما رضي ببيع ذلك الخيار وإلزام نفسه بالشراء، ولو إرتفع السعر فسيبيع مشتري الخيار السلعة على غيره، أي فيستفيد بائع هذا الخيار من بيعه الحصول على ثمن الخيار الذي باعه.

ومرة أخرى فإن الذي يحمل مشتري هذا الخيار على الشراء هو إما التحوط ضد تقلب أسعار السلع التي ينوي شراءها أو المضاربة.

3-3-1-3-الخيار العاري

من الطريف أنه قد لاتوجد سلعة أصلا في الخيارات وهو غالب الحال في الخيارات التي تكون لأجل المضاربات، فيبيع شخص مثلا خيار شراء إلى آخر، ليكون للأخير الحق بمقتضى هذا الخيار في شراء سلعة أو أصل محدد من بائع الخيار بسعر محدد وأجل محدد دون أن يملك الأول أي أصل لبيعه وهذا ما يسمى بالخيار العاري، أي عار عن إرتباطه بأصل ما، فيكون غرض بائع الخيار في هذه الحال هو المضاربة على سعر السلعة، وينتفي إحتمال أن يكون قصده التحوط ضد تقلب الأسعار في المستقبل، لأنه لاتوجد سلعة أصلا يخشى إنخفاض ثمنها في المستقبل.

---

(1): HULL J.C, Op-Cit, P 18 .

3-4-عمليات المبادلة المؤقتة

هي إتفاقية طرفين على تبادل إلتزامات الدفع، أو التدفقات النقدية أو العوائد لأصول أو أدوات مالية لمدة محددة، كمبادلة عائد متغير بعائد ثابت، أو مبادلة العائد من عملة بعائد من عملة أخرى، أو مبادلة عائد متغير بعائد متغير كعوائد أسهم بعوائد أسهم أخرى. (1)

توضيحا لذلك، قد يرغب من له عائد متغير مرتبط بأداء الأصول المستثمرة، كالأسهم، أو بسعر فائدة متغير، كسندات بهذا الوصف، أن يبادله بعائد ثابت لسنة مثلا، فيقوم بالإتفاق بوساطة سمسار مثلا مع من له عائد ثابت قريب منه، كأجرة عقار مثلا على تبادل العوائد، فيؤول إلى كل عائد الآخر لتلك المدة. وقد يكون لآخر عائد بعملة هي اليورو مثلا، وهو يحتفظ بأمواله بالدولار، فيخشى إنخفاض سعر اليورو زمنا ما، فيقوم بالإتفاق بوساطة سمسار مع من وضعه عكس الوضع السابق، فيتبادلان العائدين بالعملتين، وثمة ما يسمى بمبادلة السلع مثل أن أقايض سعر مليون برميل من النفط لمدة ثلاثة شهور بحسب سعر السوق اليوم بمبلغ معين ثابت، فإن كنت أنا بائع النفط فقد ضمنت عائدا ثابتا لنفطي، وخسرت بالمقابل فرصة تحقيق ربح أكبر إن إرتفع سعر النفط.

هذه أمثلة في إستخدام عمليات المبادلة المؤقتة لأغراض التحوط، لكن أكثر إستخدامها في واقع الحال لأغراض المضاربة، لتنتهي كل عملية بالتسوية بين الرابح والخاسر في هذه المبادلات.

وتعد عمليات المبادلة المؤقتة هذه من أهم المشتقات وأكثرها تداولا، إذ بلغ حجم الأموال المبادلة في العملات ومعدلات الفائدة عام 2009م، وكان عاما متميزا، مبلغ 426.7 تريليون دولار في عام واحد فقط، ثم تراجعت بعد ذلك بسبب الأزمة العالمية. (2)

تلك هي أهم المشتقات المتداولة في الأسواق المالية، وثمة غيرها يجمعها جميعا رابط نقل المخاطر من متعاقد إلى آخر أو الإتجار بهذه المخاطر.

4-المشتقات المالية من منظور الشريعة الإسلامية

يرى المدافعون عن المشتقات المالية أنها أدوات لنقل المخاطر من الوحدات المنتجة كالشركات والمؤسسات التي لاترغب في تحمل مخاطر الأسعار إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر، وهي المؤسسات المالية وبيوت السمسرة الكبيرة، وبذلك ترتفع إنتاجية الوحدات الإقتصادية ومن ثم مستوى الرخاء الإقتصادي، وهذه العملية هي ما يسمى بالتحوط، أي توقي الشركات والمؤسسات للمخاطر وتجنبها. لكن المعارضين يقولون إن المشتقات هي نفسها أدوات المجازفة والرهان على تقلبات الأسعار والإسترباح من ذلك، وواقع الأمر أن المجازفة هي الغالبة على المشتقات المالية، حيث تبلغ نسبة العقود المستخدمة بغرض المجازفة وفق الإحصائيات الرسمية أكثر من

(1): الحمصي محمد رائد، مرجع سابق، ص201 .

(2) :HULL J.C, Op-Cit, P 19.

97%من إجمالي العقود، بينما تقتصر أغراض التحوط على أقل من 3%فالمشتقات أدوات للمجازفة والرهان أكثر منها أدوات للتحوط.

كما أن تبادل المخاطر يعني أن العملية تصبح مبادلة صفرية، لأنه إذا تحقق الخطر كسب أحد الطرفين وخسر الآخر، وإن لم يتحقق إنعكس الوضع. وهذا هو ما يجعل المشتقات هي أهم أدوات المجازفة والرهان على الأسعار، لأن المقصود ليس تبادل الملكية وإنما مجرد المخاطرة.

4-1-مشروعية التحوط

التحوط هو تجنب المخاطر أو تحييدها قدر الإمكان، وهو بهذا المعنى لا يتنافى مع مقاصد التشريع الإسلامي التي إعتبرت حفظ المال من الضروريات. فالتحوط من حيث المبدأ لا غبار عليه، إنما الإشكال في الوسيلة المستخدمة لهذا الهدف، هل تؤدي لتحقيقه فعلا أم إنها تؤدي إلى نقيض ذلك.[1]

4-2-الموقف من المشتقات المالية

يظهر موقف الشريعة الإسلامية من التعامل بالمشتقات المالية في النقاط الموالية:[2]

من مقاصد التشريع الأساسية إقامة العدل ومنع أكل المال بالباطل، وهذا يقتضي أن تكون المعاوضات المالية لمصالح الطرفين وليس لأحدهما على حساب الآخر، ولهذا لاتسمح الشريعة الإسلامية بالمعاوضات الصفرية لأنها بحسب طبيعتها تؤدي إلى ربح أحد الطرفين على حساب الآخر، فيكون أحد الطرفين قد إنتفع بمال الآخر دون أن يحصل الآخر على شيء مقابل ذلك، وهذا هو أكل المال بالباطل الممنوع بالنص والإجماع، وإذا كانت المشتقات مبادلات صفرية بإتفاق أهل الإختصاص. كما سبق، فإنها بذلك تناقض قواعد التشريع المتفق عليها.

تناقض المشتقات كذلك مبدأ حفظ المال والوقاية من المخاطر الذي يفترض أن تكون وسيلة لتحقيقه، فالواقع أكبر شاهد على أن المشتقات لا تحقق التحوط والأمان المنشود، بل تؤدي إلى زيادة المخاطر وتقلبات الأسواق، ولو فرض جدلا أن المشتقات المالية تحقق الأمان لأحد الطرفين، فهذا إنما يحصل من خلال نقل المخاطر إلى الطرف المقابل، فإن كان الأول يتجنب المخاطر فالثاني يتعرض لها قصدا واختيارا، وهو أمر غير مقبول شرعا.

ومما يبين موقف الشريعة في هذا الصدد إجماع العلماء على منع الدين بالدين، فإن هذا الحكم الذي ربما خفيت حكمته على البعض يؤكد أن التبادل لابد أن يكون مقصوده الإنتفاع الحقيقي بالسلع محل التبادل، أما الدين بالدين فهو مبادلة دين بآخر، ولا يوجد حين التعاقد قبض يسمح بالإنتفاع، فمقصود العقد هو مبادلة ضمان ذمة أحدهما بضمان ذمة الآخر، بحيث يتحمل الطرف الأول مخاطر أحد البدلين مقابل أن يتحمل الطرف الثاني مخاطر البدل الآخر، فهو عقد مقصوده مبادلة المخاطر، كما هو الحال في المستقبليات تماما، وليس مقصوده تبادل السلع الحقيقية التي يراد الإنتفاع بها، ولهذا جاز عقد الإستصناع مع أن فيه تأجيل البدلين لأن المقصود هو الإنتفاع الفعلي بالسلع محل التعاقد وليس مجرد الضمان.

---

(1): معهـــد الدراســـات المصـــرفية، مرجع سابق، ص4 .

(2): هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية(دراسة فقهية إقتصادية مقارنة)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2010، ص210.

ومنع الدين بالدين شاهد على إعجاز التشريع الإسلامي، لأن المفاسد الحقيقية لهذا العقد ربما لم تظهر بصورتها الفعلية مثل ما ظهرت في هذا العصر من خلال المستقبليات، حتى إن الإقتصادي الفرنسي موريس آليه، الحائز على جائزة نوبل، دعا إلى رفع الهامش المطلوب في المستقبليات بدرجة كبيرة لمنع المجازفات الضارة بالإقتصاد، والشريعة الإسلامية إشترطت ما هو أكثر من ذلك وهو تسليم الثمن كاملا، وهذا من شأنه تقليص المجازفات إلى أدنى حد، وهو ما يشير بوضوح إلى حكمة الشريعة من منع الدين بالدين.

5- المشتقات المالية والأزمات المالية

المشتقات المالية إحدى أهم الأدوات المستخدمة لتغطية المخاطر، لكنها تطورت لتستخدم مواقف مضاربة في الأسواق المالية وإنتشارها، وبالتالي تنشئ مخاطر جديدة، كل هذه العوامل ساهمت في لعب دور هام في إحداث الأزمة المالية العالمية الراهنة.

5-1-معالم أزمة الرهن العقاري

نشأت مشكلة الرهن العقاري من سياسة نقدية محكمة، تعاونت فيها البنوك المركزية مع المؤسسات المالية العالمية الضخمة لفرض هيمنة مالية كاملة على حركة واتجاهات وحجم السيولة النقدية العالمية، وقد أدار هذه السياسة لحد كبير محافظ الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي –ألن جرينسبان – عندما رفع سعر الفائدة تدريجيا حتى قفز إلى 6% في افريل عام 2000، بحجة السيطرة على معدل التضخم بالاقتصاد الأمريكي، لكن الهدف كان استقطاب المدخرات الأجنبية للاستثمار في السندات الأمريكية، وقد تحقق له ذلك بتراكم ضخم من هذه المدخرات بلغ نحو 4000 مليار دولار أمريكي، وللاحتفاظ بهذه المدخرات لكي تستثمر بالقطاعات الاقتصادية الأمريكية المختلفة، بدأ"جرينسبان " في خفض مستمر لمعدل الفائدة حتى بلغ 1 % في يوليو 2003، واستمر على ذلك سنة كاملة حتى يونيو 2004، مما أدى إلى انخفاض مستمر لسعر الدولار الأمريكي. وأصبح سحب هذه المدخرات من الاقتصاد الأمريكي مستحيلا مما ضاعف الاستفادة منها لصالح الاقتصاد الأمريكي. أما البنك المركزي الأوروبي، فقد خفض سعر الفائدة في بداية 2001 من 4،5 % تدريجيا إلى 3 % في يونيو 2003، واستمر على ذلك المعدل لمدة سنتين. أما بنك انجلترا المركزي، فبدأ بخفض سعر الفائدة من 6% عام 2000 إلى 3،5 % في ديسمبر 2003، هذا مما يفيد بوجود تنسيق متكامل هادف وموحد بين الأجهزة المالية العالمية .[1]

بدأت مشكلة الرهن العقاري العالمية تظهر على الساحة العالمية بانخفاض أسعار الفائدة العالمية، حيث اندفعت المؤسسات المالية العالمية بشراسة بوضع تسهيلات ائتمانية ميسرة للغاية لجميع فئات المجتمع الأمريكي، لشراء عقارات بالتقسيط المريح بأسعار فائدة تتغير بتغير الوضع الاقتصادي وبدون ضمانات مالية سوى ملكية العقار، وتبين بعد ذلك أن أكثر من50 % من الذين حصلوا على هذه القروض لم يستخدموها في أغراضها،

(1) :- صلاح الدين حسن السيسي، الأسواق المالية، دار الفكر العربي، الإسكندرية،2009، ص ص285 -286 .
-احمد جلال، الأزمة المالية، ندوة غير منشورة، جمعية الاقتصاد السياسي، نوفمبر 2009.

فالقروض العقارية بفوائد متدنية أوجدت سوقا نشطة للعقارات وزادت في طلبها، مما رفع قيمة العقارات وحولها إلى أصول مرهونة قابلة لإضافة ديون أخرى بهدف تحقيق رفاهية الأسر المالكة للعقارات .

ومع توسع الإقراض العقاري بجانب الإقراض لشراء الأثاث والسيارات وغيرها، لجأت البنوك إلى إصدار سندات في مقابل قروضها العقارية وبيع هذه السندات إلى مستثمرين عالميين مقابل فوائد، وقام هؤلاء المستثمرين ببيع هذه السندات مرة أخرى أورهنها لدى صناديق استثمار أوتحولت لشراء مزيد من السندات العقارية، في حين أن السندات ذاتها ناتجة أيضا من قروض عقارية أوقروض للسلع المعمرة. وبالإضافة إلى ذلك، فان البنوك منحت عملائها قروضا بحيث تنحصر عملية السداد في السنوات الثلاث الأولى على تسديد الفوائد المستحقة فقط على القرض، ومع ارتفاع معدلات الفائدة المتحركة عجز معظم المقترضين عن سداد أصل القرض والغرامات المالية العالية المترتبة على عدم السداد مما فاقم من حدوث المشكلة.

وعندما أوجبت الأنظمة التأمين على السندات العقارية تحملت شركات التأمين الكبرى عبء هذه السندات، والأمور كلها كانت مرتبطة بحال المقترض الأساسي ومدى قدرته المالية للوفاء بالمستحقات، وعندما عجز عن السداد، زاد عبء الدين عليه، و تحولت كذلك السندات إلى عبء وصارت سندات رديئة، تسببت بانهيار المصارف المقرضة لحاجتها إلى السيولة، وأصابت صناديق التحوط والمستثمرين بخسائر امتدت لتضرب شركات التأمين على السندات العقارية)[1](

5-2-المشتقات المالية والأزمة المالية العالمية

تعتبر المشتقات المالية السبب الرئيس للأزمة المالية العالمية ولقد سماها "وارن بافت" الداهية المالي المعروف، أسلحة الدمار المالي الشامل.

وتجارة المشتقات لاتتضمن المتاجرة بأصول حقيقية وإنما هي تجارة عقود بيع أو شراء أصول في المستقبل، ولايشترط في البائع أو المشتري تملك الورقة المالية أو الأصل محل التعامل، فقط عليه تقديم وعد بالشراء أو البيع في المستقبل بسعر محدد سلفا، وقد يرتبط البيع والشراء بتحقيق شروط مثل ربط ذلك بإتجاهات البورصة أو بعلاقة بين أسعار سلع أخرى أو أسعار الصرف للعملات.

وتشمل المشتقات أيضا ما يسمى بالخيارات وهي تتضمن في أبسط صورها حق شراء أو بيع أصول في المستقبل, فقد يتفق صاحب شركة على إعطاء غيره حق شراء جزء من الشركة خلال فترة معينة مقابل سعر معين، وعلى المشتري أن يدفع مبلغا غير قابل للإسترداد (عربون) مقابل تملك هذا الحق في الشراء.

ولقد دخلت عقود المشتقات في صناعة التأمين وفي عقود التمويل الدولية وفي حالات أخرى كثيرة، وكان الغرض من تطويرها توزيع المخاطر على دائرة واسعة من المتعاملين مما يخفض تكلفة التمويل والتأمين، فقد يرغب مقترض من البنوك في حماية نفسه ضد تقلبات أسعار الفائدة، وقد ترى شركة تأمين التنازل عن بعض مخاطر السوق إلى الغير.....وهلم جرا.

---

[1] : صلاح الدين حسن السيسي، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص283.

ويؤخذ على المشتقات أنها سمحت بدخول لاعبين ليس لديهم علاقة بالأصول موضع المضاربة، وقد تعرض المستفيد لمخاطر لايمكن حسابها. إلى جانب أن كثرة عقود المشتقات قد تمكن البعض من تحقيق مكاسب هائلة من حدوث تحركات بسيطة في الأسعار، وبالمثل قد تتحقق خسائر هائلة، وقد ساهمت عقود المشتقات التي وصلت إلى ما يزيد على 500 تريليون دولار(أي إلى عشرة أمثال الناتج الإجمالي العالمي) في زيادة عنف تقلبات الأسواق بدلا من تخفف منها.

وكما تمت الإشارة إليه سابقا، فالأزمة بدأت في القطاع المالي نتيجة تفاقم أزمة الديون العقارية، وكانت أولى الضحايا هي البنوك وشركات التأمين، ومع بدايات مترددة في سوق الإئتمان في صيف 2008، وبداية تعثر بنك" نورثرن روك" في المملكة المتحدة، إنفجرت الأزمة في وجه الجميع في النصف الثاني من سبتمبر 2008 مع إعلان إفلاس مؤسسة "ليمان برذرز" وهي إحدى بنوك الإستثمار الرائدة في سوق وول ستريت، وتبع إنهياره تداعيات خطيرة أنذرت بإنهيار النظام المالي الغربي كله، وشمل ذلك ظهور مديونيات مخفية لدى " سيتي بنك"، ومؤسسة "جي بي مورجان"، بنك أوف أمريكا. وإتضح أن مؤسسة "مورجان كانت الأولى" من حيث تحملها لمخاطر المشتقات المالية التي قدرت بحوالي 91.3 تريليوندولار ولك أن تتصور أحد البنوك الخاصة يلعب في مستشفيات تصل قيمتها إلى حوالي سبعة أمثال الناتج الإجمالي للولايات المتحدة(المقدر ب14,2 تريليون دولار). بالطبع البنك لم يكن يمتلك هذه الأصول ولكن كان يمتلك حقوقا عليها، تكفل له إذا تحققت شروط معينة أن يربح نسبة من قيمتها. وبالمقابل فإذا لم تتحقق هذه الشروط مثل وفاء العميل بالرهن، أو وصول سعر الحبوب في بورصة شيكاغو إلى مستوى معين، كان على البنك أن يتحمل قيمة العقد، وهكذا كان على البنك نظريا، أن يتحمل مخاطر كبيرة. وكانت معظم هذه المشتقات، التي تسببت في كل هذا الدمار، خارج نطاق رقابة أي سلطات نقدية أو بورصات عالمية.

وجاء بنك أوف أمريكا في المركز الثاني بمخاطرة في المشتقات بلغت 39.7 تريليون دولار، ثم "سيتي بنك" في المركز الثالث، أما " ليمان برذرز" التي إنهارت أولا فقد كان تعرضها لمخاطر المشتقات أقل فقط 7.1 تريليون، وبالطبع فإن الإنهيار كان نتيجة زيادة المخاطر عن رأسمال واحتياطيات تلك البنوك.

ومن المعروف أن قواعد التمويل الإسلامي لاتسمح بالتعامل في المشتقات، حيث لاتسمح الشريعة الغراء ببيع مالا تملك، وعموما فقد خرجت البنوك الإسلامية من الأزمة في مراحلها الأولى في وضع أفضل من غيرها من البنوك التقليدية، وتعتبر البنوك الإسلامية من أسرع البنوك نموا في العالم، وهي تستحوذ على أصول مالية تصل إلى 400 مليار دولار أمريكي، أي حوالي 15% من السوق المصرفي في الدول الإسلامية، مع ذلك لم تفلت هذه البنوك من الإصابة بتداعيات الأزمة كلية، وخسر بعضها مبالغ طائلة من إستثماراتها في العقارات وفي قيمة الأصول التي ترهنها.

6-تطبيقات في المشتقات المالية

مثال (1): عقود مستقبلية: يخشى أحد المنتجين للمواد البلاستيكية من الإرتفاع المفاجئ في أسعار المواد الأولية، فأقام عقدا مع أحد المضاربين ينص على ما يلي: تاريخ إبرام العقد 1مارس تاريخ التنفيذ 1 أكتوبر من نفس السنة، سعر التنفيذ (الممارسة) 5000 دج/ الكلغ، كمية الشراء 10 طن، في أكتوبر أصبح السعر الجاري 5500دج.

المطلوب: من يدفع للآخر وكم؟

الحل:

المضارب سيدفع للمتحوط (المنتج للمواد الأولية البلاستيكية) 10طن

10000كلغ(5500دج/كلغ -5000دج/كلغ) = 5مليون دج.

مثال(2): عقود مبادلات نقدية-سعر الفائدة: لجأ مسير شركة إلى البنك وإقتراض 12 مليون دج، يخشى من تقلبات أسعار الفائدة العائمة في السوق النقدية، فقام عقد مبادلات مع أحد المضاربين ينص على ما يلي: تاريخ إبرام العقد1 أفريل، تاريخ التنفيذ1 نوفمبر من نفس السنة، سعر التنفيذ (الممارسة) 10 %سنوية، كمية التنفيذ 12 مليون دج، في 1نوفمبر أصبح سعر الفائدة العائم 9.5% .

المطلوب: من يدفع للآخر وكم؟

الحل:

المتحوط (مسير الشركة التي لجأت إلى القرض البنكي) هي التي تدفع للمضارب.

$$12 \text{ مليون دج } (10\% - 9.5\%) \times \frac{7 \text{ أشهر}}{12 \text{ شهر}} = 55000 \text{ دج.}$$

مثال(3): عقود مبادلات نقدية-سعر الصرف(النموذج البسيط): شركة تتعامل بشكل أساسي على المواد الأولية المستوردة، تخشى تقلبات أسعار العملات، أقامت عقدا مع أحد المضاربين ينص على ما يلي: تاريخ إبرام العقد 15أفريل، تاريخ التنفيذ15نوفمبر من نفس السنة، سعر التنفيذ (الممارسة) 200دج/ الأورو، عملية التنفيذ 20 طن، سعر الطن 5000أورو في 15 نوفمبر أصبح سعر الصرف 210دج/ الأورو.

المطلوب: من يدفع للآخر وكم؟

الحل:

المضارب هو الذي يدفع للمتحوط 1 مليون دج.

20طن× 5000 أورو/طن (210دج/ أورو - 200دج/أورو)= 1 مليون دج.

مثال(4): خيار شراء شراء سلعة: أحد المستثمرين يشتغل في إنتاج أبواب ونوافذ الألمنيوم، يخشى تقلبات الأسعار في المادة الأولية أقام عقد شراء مع أحد المضاربين، ينص على مايلي: تاريخ تحرير العقد 1 فيفري من

سنة.....، تاريخ التنفيذ 1 أكتوبر من نفس السنة، بمقر الشركة، سعر التنفيذ 30 ألف دج للقنطار، كمية التنفيذ 5 آلاف قنطار من مادة الألمنيوم، علاوة الصفقة 2000دج/ القنطار (عند توقيع العقد)، في 1 أكتوبر أصبح 33 ألف دج للقنطار.

المطلوب: هل يطلب مشتري الخيار تنفيذ العقد؟ حلل.

الحل:

المتحوط (المنتج لأبواب ونوافذ الألمنيوم) ينفذ العقد.

ربح المتحوط =5000 قنطار ألمنيوم(33000دج- 2000 دج - 30000 دج).

=5 مليون دج.

مثال(5): خيار شراء بيع السلعة: شركة تريد توسيع رأسمالها بطرح حزمة من الأسهم العادية لشراء إستثمارت جديدة من آلات وتجهيزات، من المتوقع أن تطرح الأسهم بتاريخ 12 نوفمبر من السنة الجارية، لكنها تخشى من قلة الطلب على تلك الأسهم عند عرضها في السوق الأولي، إشترت عقدا من مؤسسة مضاربة ينص على ما يلي: عدد الأسهم المطروحة 10 مليون سهم، قيمة الإصدار للسهم الواحد 1000دج، تاريخ توقيع العقد 7أفريل من السنة الجارية، علاوة الإصدار 100دج/ السهم. في 12 نوفمبر تبين لها أن الإقبال على الأسهم المطروحة مرتفع وستتمكن من طرحها بقيمة إصدار 1200 دج/ السهم.

المطلوب: هل يطلب مشتري الخيار تنفيذ العقد؟ حلل.

الحل: ينفذ العقد لأن ربح صاحب الشركة الطارحة للأسهم = 10مليون سهم (1200دج-100دج/سهم-1000دج).

= 1000 مليون دج.

المحور الخامس: تقنيات العمل في بورصة القيم المنقولة

تمهيد

ينحصر التعامل في البورصة على أعوان معتمدون مختصون بالتعامل في الأوراق المالية التي قررت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة قبولها للتعامل، وكذا قيدها في جدول الأسعار الرسمي، ويعد ذلك وسيلة من أحسن وسائل الإعلان والدعاية المجانية للمؤسسة، وإتمام عملية التداول والإتجار في الأوراق المالية عادة ما يشترط توافر عدد من الترتيبات:نوع الأمر الذي يجب تنفيذه، وتكلفة إتمام العملية.

1- المتدخلون في البورصة

تعدّ الأطراف المتدخلة في البورصة من أهم العناصر التي تعمل إبرام وتنفيذ الصفات المالية، في بيع وشراء الأسهم والسندات، ويتم التطرق لهم فيما يلي :

1-1- المؤسسات المرخصة بممارسة نشاط الوساطة في العمليات البورصية

لا تعتبر كل المؤسسات المالية وسطاء ماليين، بل يتدرج تحت سقف هذه الأخيرة فئة المتعاملين بالأوراق المالية بيعا وشراءا، والتي تتمثل في:[1]

1-1-1- شركات التأمين

تنحصر فكرة التأمين في الاحتياط للمستقبل والتسلح ضد خطر الخسائر المادية التي تسببها الكوارث التي تقع للإنسان في المستقبل سواء في الممتلكات وهنا نشأ التأمين على الممتلكات، أو التي تقع على الإنسان نفسه، وهنا تنشأ ما يسمى التأمين على الحياة وأصبح التأمين بشقيه نظام من أهم النظم التي تقوم عليها الحضارة الحديثة.

ولشركات التأمين دور مزدوج ، فهي شركة تقدم خدمة التأمين لمن يطلبها، كما أنها مؤسسة مالية تحصل على الأموال من المؤمن لهم لتعيد استثمارها في مقابل عائد، ولم يقتصر نشاطها على هذا فقط بل امتد إلى الوساطة في العمليات البورصية، حيث فتحت معظم شركات التأمين فروعا مختصة في هذا المجال مشكلة بذلك أحد أهم المتدخلين على مستوى السوق المالي بصفتها طرفا مقابلا، أو وكيلا لعملائها لاعبا بذلك دور حيوي في عملية النمو الاقتصادي، بتحويل المدخرات إلى استثمارات رأسمالية، ضمان هدف شركات التأمين هذا، هو مراعاة ثلاث محاور أساسية: السيولة، الضمان، والربحية أثناء عملياتها الاستثمارية.

1-1-2- صناديق التقاعد

يقوم عمل صناديق التقاعد على مبدأ تجميع إدخارات العمال باقتطاع جزء من مداخلهم على شكل اشتراكات حتى بلوغ سن معين (سن التقاعد) ، ثم إعادتها لهم خلال مرحلة التقاعد.

---

(1) :رسمية قرياقص وعبد الغفار حنفي، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص 256.

إنّ تراكم الاشتراكات المدفوعة، شكل سيولة كافية لدى صناديق التقاعد، وعملية توظيفها غالبا ما يدفع بصناديق التقاعد للتعامل في السوق المالية مما أكسبها خبرة لا بأس بها جعلتها تلعب دور وسيط في العمليات البورصية، وذلك بفتح فروع لها خاصة بالوساطة المالية.

1-1-3- البنوك

يعتبر البنك نوع من أنواع المؤسسات المالية التي يتركز نشاطها الطبيعي والتقليدي في قبول الودائع، ومنح الائتمان، ويعد بذلك من أكثر الوسطاء كفاءة لخدمة كل من المقرضين (المدخرين) والمقترضين.

كما تعد أيضا من أهم المتعاملون في البورصة، إذ بإمكانها أن تتدخل للعمل لحسابها الخاص بشراء أوراق مالية وبيعها، كما يمكن لها تسيير المحافظ للغير مقابل عمولات، وفي هذه الحالة يمكن اعتبارها كوسيط في عمليات البورصة. [1]

كما يمكن للبنوك أن تتدخل في السوق الأولية بهدف مساعدة عدة مؤسسات القطاع العام والخاص على إصدار الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب العام لأول مرة.

1-1-4- بيوت السمسرة

هي شركات مساهمة تتولى تنفيذ عمليات شراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن العملاء، وقد ألزمت بعض القوانين وجوب توسيط شركات السمسرة في بيع (أو شراء) الأوراق المالية، ويشترط أن يتم التعامل على أوراق مالية مقيدة بالبورصة.

1-1-5- شركات الاستثمار

شركات الاستثمار هي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية - ذات تداول عام أسهم، سندات أو أذون الخزانة - التي تناسب كل فئة، ويتحدد نصيب المستثمر في حصة من التشكيلة ككل ، يحصل في مقابلها على أسهم أو شهادات دالة على ذلك، وقد صنف قانون شركات الاستثمار الأمريكي تلك الشركات إلى ثلاث مجموعات:[2]

- **شركات شهادات القيمة الاسمية:** ففيها يشتري المستثمر شهادة يحدد فيها مبلغ يستحق له في تاريخ معين، وكما يبدوا فان العلاقة بين المستثمر والشركة لا تخرج عن كونها علاقة دائن بمدين.

- **ودائع وحدة الاستثمار:** هذا النوع من الشركات تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية (غالبا سندات) لا يطرأ عليها أي تغيير إلا نادرا، وذلك حتى تاريخ انقضاء الشركة، يقوم بين السمسرة بتكوين ودائع وحدة الاستثمار وإيداعها لدى أمين (بنك تجاري) ، والذي يقوم بدوره بإصدار شهادات (وحدات) تباع للجمهور وهي قابلة للبيع في الأسواق غير المنظمة قبل تاريخ الاستحقاق.

---

(1) :السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2010، ص 134.

(2) :منير إبراهيم هندي، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص93.

- **شركات الاستثمار المدار:** يقصد بها الشركات التي تؤدي فيها إدارة الشركة دورا بارزا في إدارة تشكيلة الأوراق المالية وهي نوعين:

أ- شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة: يخول لها المشرع الحق في إصدار أسهم تباع للجمهور، ويكون عددها ثابت لا يتغير إلا إذا قامت الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق، وذلك في حالة هبوط القيمة السوقية للسهم إلى مستوى أقل من قيمة الأصل الصافية، وترفع بذلك لحالة استثنائية.

ب- شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة: يتكون رأس مال هذه الشركات من حصص المنخرطين فيها وهو غير محدد، إذ يجوز للشركة إصدار أسهم جديدة (لا يجوز لها إصدار سندات) ، وهي غير قابلة للتداول بين الأفراد بكونها غير مسجلة في أسواق المال ، لذا تقف الشركة نفسها دائما على استعداد لإعادة شراء ما سبق أن أصدرته من أسهم، مما يجعل دخول المدخرين وخروجهم يتم بسهولة كبيرة نتيجة حيازة مؤسسة الاستثمار على المخزون من الأصول.[1]

وينقسم هذا النوع من الشركات إلى نوعين: شركات تقوم بتسويق إصداراتها من أسهم من خلال منافذ بيع في مقابل رسوم شراء يدفعها المستثمر وشركات تقوم بتسويق أسهمها من خلال وسائل الإعلام، ومن ثم لا يتحمل المستثمر رسوما للشراء.

وقد برر نشاط هذه الشركات كثيرا في السنوات الأخيرة, وذلك لما تقدمه من مزايا للمستثمر، والتي تتمثل في الاستفادة بخبرات الإدارة المحترفة وتخفيض المخاطر نتيجة التنويع، وتوفير قدر من المرونة للمستثمرين. [2]

1-2-المتعاملون الآخرون

إنّ التعامل في البورصة لا يكون حصرا على الوسطاء في عملياتها، وإنما يمتد ليشمل متعاملين آخرين نتطرق لهم فيما يلي: [3]

1-2-1- المستثمرون الأفراد

يتميز المستثمرون الكبار بتوجيه جهودهم نحو الحصول على المعلومات، مما يجعل قراراتهم الاستثمارية عادة مبنية على أسس سليمة، ما سبق ذكره لا يعني أن المستثمرون الأفراد يقلون أهمية عنهم، وإن اضطروا لتوظيف مدخراتهم عن طريق المنظمات الجماعية للتوظيف، أو الوسيط صندوق التقاعد، فإنهم يؤثرون مباشرة في البورصة، ويلعبون دورا أساسيا لما لدى البعض منهم من إمكانيات معتبرة، فوجودهم يعد عامل توازن للأسواق.

---

(1) JEAN LOUVIS BESSON , Monnaie et finance, office des publication universitaires, BEN AKNOUN, 1993, P27 .

(2) منير إبراهيم هندي، صناديق الإستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2002، ص41.

(3): OLIVIER, La bourse ses mecanismes, gérer son portfeuille, réussir ses placement,14eme édition, Encyclopedie delmas, 2000, PP16-19 .

1-2-2- الشركات والمؤسسات

تقوم الشركات والمؤسسات المالية باستثمار جزء من أموالها في الأوراق المالي ، إما بغرض استثمار النقدية الزائدة عن الحد في أوراق مالية لفترة قصيرة، أو الاستثمار طويل الأجل بهدف تحسين مواردها المالية، ويكون تدخلها بذلك بصفة عارضة لرؤوس الأموال.

كما لا يخفى علينا ذكر في هذا المقام أن رأس المال الضروري للمؤسسات الحديثة الكبيرة تتجاوز إمكانيات الفرد الواحد أو الأسرة الواحدة، فالقروض المقسمة إلى سندات تسمح بتأمين التمويل، إضافة إلى أن المؤسسة ذات أسهم تمثل الآلية الأكثر فعالية لتجميع رؤوس الأموال لعدد من المدخرين لخلف وتطوير هذه المؤسسات، مما يعني أن تدخلها في هذا المقام تكون بصفة طالبة لرؤوس الأموال.

1-2-3- الجمعيات ذات الطابع غير الربحي

غالبا ما تتدخل الجمعيات والتنظيمات الثقافية والعلمية والرياضية في البورصة لتوظيف جزء من السيولة المتوفرة لها بشراء أصول مالية لتحسين مواردها المالية، تساعدها في بلوغ أهدافها.

يعتبر المحللون الماليون من أهم المتدخلون في البورصة، ويقصد بهم المختصون المكلفون بتقييم المؤسسات والحكم إذا ما كانت أسعار الأسهم عادلة، وحكمهم هذا يبين على أساس تحليل- غالبا بإعادة معالجة الحسابات - وعلى تشخيص صناعي واقتصادي يأخذ في الحسبان استراتيجية المؤسسات المقارنة بين مؤسسات القطاع الاقتصادي الواحد، مما يسمح بإقامة توقعات للنشاط والأرباح، ولأراء المحللون وزن كبير فغالبا ما يتسببون في حركات عنيفة لأسعار الأسهم.

إنّ مسيري البنوك ومؤسسات تسيير المحافظ وغيرهم ،يستعملون نصائح المحللون الماليون والاقتصاديون، مقتصرا عملهم بذلك على اختيار سياسة التوظيف المناسبة.

2-شروط ومهام الوسطاء في عمليات البورصة

يعمل الوسطاء في العمليات البورصية على تقديم الخدمات الأساسية التي تساعد على تدعيم السوق الأولي، وخلق السوق الثانوي للأوراق المالية، والسعي إلى تأمين تدفق المعلومات بين مختلف الفئات المتعاملة على مستوى هذه السوق.

ويتدخل الوسيط في العمليات البورصية بصفته سمسارا للأوراق المالية (النشاط المحدود) ، أو بصفته تاجرا للأوراق المالية (النشاط الكامل).

2-1- شروط الوسطاء الماليون

مهما كانت صفة المتدخل، فانه يجب أن تتوفر فيه الشروط الموضوعة من طرف لجان البورصة.

2-1-1- الشروط المتعلقة بالشخص الوسيط

وتشمل هذه الشروط على ما يلي: [1]

- أن يكون متمتعا بالأهلية القانونية.
- يجب أن يكون الوسيط مقيدا في البورصة، وأن يكون متفرغا ولا يعمل في شركة سمسرة أخرى أو في الأعمال التجارية .
- استيفاء الخبرة أو اجتياز الاختبارات أو الدراسات التي يصدر بشأنها أو بتنظيمها قرار من الهيئة.
- التحلي بالأمان، الصدق والمهارة في التعامل وتنفيذ أوامر العملاء.
- أن يكون حسن السمعة، وألا يكون قد سبق فصله تأديبيا من الخدمة أو منعه بصفة نهائية من مزاولة مهنة السمسرة، أو أي مهنة حرة، أو حكم عليه بعقوبة جنائية أو جنحة في جريمة ماسة بالشرف أو الأمانة، أو حكم بشهر إفلاسه.

2-1-2- الشروط الخاصة بمؤسسة الوساطة

تقوم مؤسسات الوساطة بأعمال متعددة في مجال التعامل بالأوراق المالية، مما يتطلب منها تجنيد قدر كاف من الموارد المالية لتغطية نفقاتها، وتتطلب مهنة الوساطة كل الوسائل والتقنيات العصرية اللازمة لتجميع المعلومات الضرورية والصحيحة في الوقت المناسب وبأقل تكلفة، إضافة إلى تسهيل تنفيذ العمليات والمعاملات مع العملاء واقتصاد الوقت الذي يعتبره كميزة هامة في مجال التعامل على مستوى البورصة.

ويمكن تلخيص أهم الشروط الواجب توفيرها لإنشاء مؤسسات الوساطة في العمليات البورصية فيما يلي:[2]

- توفير حد أدنى من رأس المال (يختلف من بلد لآخر).
- اكتساب محل خاص لمزاولة المهنة.
- توفير الوسائل اللازمة كالكمبيوتر ، الفاكس ، الهاتف ... الخ.
- توفير الموارد البشرية ذات الخبرة والكفاءة اللازمة.
- القدرة على توفير المعلومات والبيانات المالية اللازمة للعملاء والمحافظة على مصالح هؤلاء.
- الحصول على اعتماد من طرف لجنة البورصة بعد توفير كل الشروط السالفة الذكر.

2-2-مهام الوسطاء الماليون:

يضطلع الوسطاء الماليون بجملة من المهام تعزز مكانتهم في أسواق رأس المال نوجزها فيما يلي:

---

[1] :زهية زرفة، بورصة القيم المتداولة وأهمية الوساطة في عمليات البورصة مع دراسة حالة بورصة الجزائر، رسالة ماجستير، معهد العلوم الإقتصادية ، جامعة الجزائر، 2001، ص27.

[2] :زهية زرفة، نفس المرجع السابق، ص78-79.

2-2-1- الوساطة الزمنية

يمكن للمؤسسات المالية المقابلة أو التوفيق بين الأصول والخصوم رغم اختلاف اجلها، إذ بمقدورها تقديم قروض طويلة الأجل وفي نفس الوقت يكون عليها التزامات قصيرة الأجل للمدخرين، وذلك من خلال قدرتها في التعامل مع التغير في أسعار الفائدة أو مخاطر سعر الفائدة.

2-2-2- التأثير في السياسة النقدية

تعتبر ودائع البنوك و المؤسسات المالية الأخرى وسائل مقبولة للتعامل بين أفراد المجتمع، مما جعل لها تأثير على السياسة النقدية ، فودائع هذه المؤسسات مكون هام للمعروض من النقود، والتي تؤثر على معدلات التضخم، وبالتالي تعتبر البنوك هي الطريق الذي تؤثر من خلاله السياسة النقدية على بقية القطاع المالي وعلى الاقتصاد ككل.

2-2-3- تحويل الثروة من فترة لأخرى

وهي تعني قدرة هذه المؤسسات على تحويل الأموال و ادخارها من فترة لأخرى فمثلا ادخار الأموال في فترات الشباب إلى فترات الكبر تعتبر ميزة لا توفرها إلا مثل هذه المؤسسات، مثل شركات التأمين وصناديق التقاعد.

2-2-4- الوساطة للاستثمارات الصغيرة

لا يمكن للمدخر الفرد ذو الموارد المحدودة شراء أوراق مالية بأسعار مرتفعة ، و لكنه من خلال المؤسسات المالية يمكنه الاستثمار في هذه الأوراق و تحقيق نفس العائد الذي يحققه المستثمر ذو الموارد الكبيرة ، حيث تقوم المؤسسة المالية بتجميع هذه الأموال المحدودة و استثمارها ، و بذلك يحقق صغار المدخرين عائد أعلى مما لو استثمر كل واحد منهم على حدى.

2-2-5- الحفظ والحماية

توفر بيوت السمسرة خزائن لحفظ الأوراق المالية المملوكة للمستثمر، مما يجنبه تكلفة تأجير أو شراء خزائن خاصة أو مشقة نقلها من بيت سمسرة لآخر في كل صفقة، وغني عن البيان أن الاحتفاظ بالأوراق المالية لدى بيت السمسرة يلقي عليه عبء تحصيل العوائد التي تتولد عنها عند تاريخ استحقاقها.

2-2-6- توفير المعلومات

تعمل بيوت السمسرة على تزويد العميل بأحدث المعلومات عن الأوراق المالية التي تتعامل فيها، وذلك وفقا لتقارير خبراء متخصصين.

2-2-7- النصح والمشورة

تقدم بيوت السمسرة النصح والمشورة لعملائها من ذوي الخبرة المحدودة في شؤون الاستثمار، لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية وقد يصل الأمر إلى قيام بيت السمسرة بإدارة محفظة العميل، واتخاذ القرارات نيابة عنه ، أو قد يقتصر

عملهم على إتمام الصفقات دون أن يقدم رأيه في الأوراق محل الصفقة، لذلك يجب النظر إليهم كخبراء استثمار أو مستشارين ماليين.

2-2-8- التسهيلات الائتمانية

تأخذ بيوت السمسرة ذات الخدمة الشاملة على عاتقها تسهيلات ائتمانية في عمليات التمويل النقدي الجزئي أو البيع على المكشوف.

2-3-أهمية الوسطاء بالنسبة للمتعاملين

تتمثل الوظيفة الأساسية للوسطاء الماليون في تحويل الأصول وذلك بشراء الأوراق المالية الأولية التي تصدرها الشركات وتحولها بطريقة مربحة إلى أوراق مالية ثانوية أكثر جاذبية للأفراد المستثمرين، هدف وصول المؤسسات المالية إليه ضمانه مقدرتها على تخفيض عدة أنواع من التكاليف التي تثقل كاهل المدخرين الأفراد وتتمثل في:

- تكاليف المعلومات

الشركات المصدرة للأوراق المالية يمكن أن تقوم بتصرفات مناقضة للشروط التي تم الاتفاق عليها في العقود بينها وبين المستثمرين، نتيجة لهذا فان المؤسسات المالية التي تجمع أموال المدخرين معا وتستثمرهم في أوراق مالية أولية من التي تصدرها هذه الشركات، يكون لها حافز لتجميع المعلومات ومراقبة تصرفات الشركات لما بحوزتها من استثمارات تفوق تصرفات المستثمر الفرد، ونشير في هذا المقام إلى انخفاض متوسط تكلفة تجميع هذه المعلومات، حيث تظهر هنا اقتصاديات الحجم في تجميع المعلومات.

- تكاليف المعاملات

وتعني تكلفة بيع و شراء الأوراق المالية، فنظرا لكبر حجم تعاملات المؤسسات المالية مقارنة بالمستثمر الفرد، تحقق المؤسسات المالية اقتصاديات الحجم في تكلفة المعاملات أيضا، فنسبة العمولة مثلا عادة ما تكون صغيرة نظرا للوفرات في التكاليف الناجمة عن ضخامة الصفقة الواحدة، بالإضافة إلى أن هامش الربح أو الفرق بين سعر بيع الورقة وسعر شرائها عادة يكون أقل في حالة الشراء أو البيع بكميات كبيرة.

- التكاليف الخاصة بمتطلبات السيولة ومخاطر السعر

فالمؤسسات المالية تقدم الأوراق المالية الثانوية مثل الودائع التي يمكن سحبها في أي وقت، بالإضافة إلى قدرتها على التنوع في تشكيلة الاستثمار والذي يساعد على تخفيض المخاطر، أما صغار المدخرين فقد يتعرضون إلى خطر السوق وهو انخفاض سعر الورقة المالية، عند الحاجة إلى سيولة أو في حالة إعادة بيعها، ويسمى هذا الخطر خطر السعر، إذ يباع الأصل بأقل من سعر شرائه.

هذا ونشير أنه هناك من المعاملات المالية والعقود التي تحتاج حين تنفيذها إلى مهارات وتقنيات خاصة، لا تتوفر معرفتها إلا لدى بعض الوسطاء المختصين، وهو الأمر الذي يحمل المتعاملين في البورصة إلى اختيار هؤلاء الوسطاء الذين يتميزون بالخبرة والتخصص في ميدان عملهم.

3-قواعد وإجراءات ضبط التعامل

ينحصر التعامل في البورصة على القيم المتداولة التي قررت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة قبولها للتعامل، وكذا قيدها في جدول الأسعار الرسمي، ويعد ذلك وسيلة من أحسن وساءل الإعلان والدعاية المجانية للمؤسسة، وإتمام عملية التداول والاتجار في الأوراق المالية عادة ما يشترط توافر عدد من الترتيبات: نوع الأمر الذي يجب تنفيذه، وتكلفة إتمام العملية.

3-1-التسعير في البورصة

يشترط في السوق المنظمة أن يتم تداول الأوراق المالية المسجلة فيها، وذلك داخل صالة التعامل عن طريق الوسطاء المرخص لهم بالعمل فيها، وفقا لطريقة التداول المتفق عليها، على أن تتولى الهيئة المشرفة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المسجلة في التسعيرة الرسمية.

3-1-1- التسعيرة الرسمية وقيد الأوراق المالية في جدولها

يمكن تعريف التسعيرة الرسمية بأنها الوثيقة الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في البورصة في كل جلسة، وغايتها إعلان السعر الذي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة بالتسعيرة، هذا وتتضح بورصة الأوراق المالية شروط خاصة لقبول الأوراق المالية في جدول التسعيرة، محافظة منها على مستوى الأوراق المالية الموضوعة في التداول، وضمانا للمتعاملين فيها،[1] ولا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل يقدم إلى لجنة الأوراق المالية و البورصة، والتي يقع عاتقها مسؤولية التأكد من أنّ البيانات الموضحة بالطلب كافية للحكم على مدى جودة الإصدار، ومن بين تلك البيانات الهدف من الإصدار، والسعر المحدد للبيع للجمهور، وكذا السعر المحدد للبيع لبعض الفئات الخاصة كالملاك الحاليين للشركة، وميزانية عمومية تفصيلية، وقائمة دخل تفصيلية عن الثلاث سنوات السابقة، ونسخة من العقد المبرم بين الجهة المعنية بالإصدار وبين بنك الاستثمار المختص، هذا ويتولى البنك المنشئ إرسال صورة من البيانات - بعد اعتمادها من اللجنة - إلى المستثمرين المختصين الذين قد يرغبون في شراء الورقة، أمّا في حالة الإصدارات الحكومية فلا تقدم أي بيانات للجنة الأوراق المالية والبورصة، وترفع بذلك لحالة استثنائية.

شطب الأوراق المالية من جدول الأسعار يكون بناءا على قرار لجنة البورصة، وبأغلبية 2/3 من الأصوات، وذلك إذا لم تعد تستوفي الشروط المقررة لقبولها، وكذلك إذا أشهر إفلاسه الشركة ذات الشأن.

نضيف لما سبق الأوراق المالية للشركات التي لا تتقيد بالالتزامات المنصوص عليها وذلك بعد منحها إنذارا من قبل لجنة البورصة.

---

[1] :شمعون شمعون، مرجع سابق، ص ص 46-47.

3-1-2-تقنيات التسعير في البورصة

إنّ عملية التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسطاء يعرف في الحقيقة أكثر من بديل، فبجانب نظام الصالة الواحدة للتداول أو ما يعرف بالتسعير الدورية، هناك نظام تداول إلكتروني أو ما يعرف بالتسعير المستمر .

3-1-2-1- التسعير الدوري: أسعار الأسهم الناتجة عن عمليات التداول في ظل نظام القاعة الواحدة تمثل أسعار التوازن، حيث يكون كامل العرض وكامل الطلب لهم في لحظة ما ممثلا في عملية تداول بالبورصة، وتتم هذه العملية بطرق مختلفة:[1]

3-1-2-1-1- طريقة المناداة

يتم التسعير عن طريق المناداة، وذلك بأن يجتمع ممثلو جميع العروض والطلبات في المقصورة وينادون بأعلى أصواتهم عن ماهية العروض والطلبات التي بحوزتهم، فتتم المواجهة الشفوية، لأوامر العروض " لدينا " وأوامر الطلب " أأخذ "من طرف مستخدم لشركة البورصة، ويقوم " المسجل " بتسجيل ومحو الأسعار باستمرار فوق الجدول حتى يحصل التوازن.[2]

ونظرا لما تحدثه هذه الطريقة من ضجيج و فوضى فان المتفاوضين يلجئون إلى الإشارات.

رغم أنّ هذه الطريقة تعد من أقدم طرق التسعير، إلاّ أنها أعدل طريقة لما تحققه من شفافية بكونها تحدث في المقصورة وتحت مراقبة الوسطاء المتفاوضين.

3-1-2-1-2- طريقة الدرج

تعتبر هذه الطريقة كتابية سهلة وبسيطة تستعمل للقيم ضعيفة التداول، ففي هذا النوع من التسعير المركزي كل أوامر الشراء والبيع اليومية، والأوامر الصحيحة، ولم تنفذ تجمع مساءا في الأدراج لتحديد سعر توازن يلائم أغلبية الأوامر:[3]

- الشراء عن طريق حساب التراكمات الأكبر لكل الأوامر المقترحة بالسعر المحدد أو بأسعار أكبر.
- البيع عن طريق حساب التراكمات الأدنى لكل الأوامر المقترحة بالسعر المحدد أو بأسعار أقل.

3-1-2-1-3- طريقة الصندوق

يلجأ إلى هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في سوق البورصة كثيرة ومتعددة، ويعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص كصندوق البريد، وتعمد لجنة البورصة إلى حساب العروض والطلبات ثم تحديد أسعار البورصة بما يتضمنه الصندوق من عروض طلبات.

---

(1) :شمعون شمعون، مرجع سابق، ص45-47.

(2): PAUL IACQUE LEHMANN, La bourse de paris,7ème édition, tome 2, Dunod, Paris, p 62 .

(3): IBID, PP60-61 .

ويمكن أن تستعمل هذه الطريقة استثناءا لمراقبة سوق قيمة معينة خاصة عند الإدخال.[1]

3-1-2-1-4- طريقة المعارضة

إستنادا لهذه الطريقة يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، تؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه و شرائه من السندات والأسهم وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن.

يعيب نظام الصالة الواحدة للتداول أن المعلومات يمكن ضبطها فقط بعد انتهاء عملية التداول، فيكون بذلك اكتشاف وقائع التعامل غير المسموح به، بعد إتمام وتنفيذ الصفقات.[2]

3-1-2-2- التسعير المستمر

إنّ تسعيرة القيم المنقولة في البورصة تقوم بطريقة مباشرة على تطبيق قانون العرض والطلب، ومهما كانت الطريقة المستعملة لتحديد السعر فإن تسوية العروض والطلبيات تعتمد على نفس المبادئ، ففي نظام التسعير المستمر يتولى الكمبيوتر باستمرار تخزين جميع الأوامر في ذاكرته ويحل محل المستخدم، إذ يبحث دون توقيف مقابلة العروض والطلبيات ويفسح المجال لتبادل فردي الذي يحفظ في ذاكرة النظام المركزي، ويكمن الفرق الجوهري والعميق بين طريقتي التسعير في أن السوق في ظل هذا النظام (تسعير مستمر) تصبح مستمرة، وهي مسألة إطالة أمدها إلى المساء.

إنّ نظام التسعيرة المستمرة يمر على مرحلتين هما: [3]

- مرحلة قبل افتتاح الجلسة: خلال هذه المرحلة يقوم المتفاوضون بإدخال كل الأوامر المتحصل عليها منذ آخر جلسة في البورصة في نظام الإعلام الآلي، وإلى هنا لا يتم أي تبادل، وتتضمن عامة الأوامر التالية:
  - الأوامر المحددة التي تشارك في تحديد سعر الافتتاح.
  - أوامر السوق التي تخضع للسعر النظري للافتتاح.
- مرحلة بعد افتتاح الجلسة: إنّ عملية التبادل تبدأ بسعر الافتتاح الذي حقق التوازن بين العرض والطلب، والذي يصبح أعلى من سعر الافتتاح أو مساويا له.

وتتم العملية بعد توجيه الأوامر إلى الحاسوب الخاص بالتسعيرة، والتي تنفذ وفق قاعدة أول أمر داخل أول أمر منفذ، فإذا أدخل أمر محدد لسعر معين وكانت هناك أوامر محددة أدخلت من قبله وبنفس السعر، فان يتم تنفيذ هذه الأوامر المحددة أولا، ثم تنفيذ هذا الأمر المحدد الأخير وبالتالي فان عملية تنفيذ الأوامر المحددة يتم با لأولوية .

---

(1): A,CHOINEL, G.ROUYER , le marche financier structures et acteurs, 6ème édition, tome 2, Dunod, Paris, 2000, p102 .

(2): عبد اللطيف أحمد سعد، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، مصر،2000 ، ص29 .

(3): B.JACQUUILLAT et B.SOLNIK, Marchés financières , géstion de portefeuille et des risques, 3ème édition, Dunod , Paris , 2009, P 26 .

أمّا الأوامر بسعر السوق فليست لها الأولوية في التنفيذ عند افتتاح الجلسة ويتم تنفيذها بعد افتتاح الجلسة، إذ تصبح خاضعة لسعر أفضل عرض إذا تعلق الأمر بالشراء، وسعر أحسن طلب فيما يتعلق بالبيع.

ورغم ما توفره هذه الطريقة من شفافية بضبط التعامل غير المسموح به من خلال البرامج الجاهزة والتدفق المستمر للمعلومات، فانه غالبا ما يؤدي إلى فروق متزايدة في السعر داخل نفس الجلسة للقيم ذات السيولة الضعيفة.

حل المشكلة يكون بمعالجة الأوامر الصغيرة بسعر الافتتاح للجلسة.

3-2-أوامر البورصة

يقصد بأمر البورصة التوكيل الذي يعطيه عميل ما إلى أحد السماسرة، أو الوسطاء لكي يبيع أو يشتري له في البورصة بعض الأوراق المالية التي يعينها له، وفي جميع الحالات يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقا للقواعد المقررة في البورصة.

3-2-1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ

يقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، ويشتمل أساسا على: [1]

3-2-1-1- أوامر السوق

بمقتضى هذا الأمر يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة، ونظرا لأنّ الأمر لا يتضمن سعرا معينا فان الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق محدودة وبأفضل سعر يمكن أن يجرى عليه التعامل، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فانه يعني الشراء بأقل بينما أمر السوق بالبيع يعني البيع بأعلى سعر يجري التعامل به.

ورغم تميز أوامر السوق بالسرعة وضمان التنفيذ، إلا أن معرفة المستثمر بالسعر الذي تم على أساسه التنفيذ الفعلي للصفقة يتم الحصول عليه من السمسار بعد أن يحصل الأخير على التأكيد الخاص بإتمام العملية، ويظهر العيب بشكل ملموس عند التعامل في الأوراق المالية غير النشطة، أو الأوراق المالية ذات الأسعار المتقلبة كحالة خاصة في الأسواق ذات الكفاءة العالية حيث التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة.

3-2-1-2- الأوامر المحددة

في الأوامر المحددة يضع العميل سعرا معينا لا تنفذ الصفقة عند سعر سوق أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع، وعادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر، وعلى عكس أمر السوق فان المستثمر يكون على دراية مسبقة بقيمة الصفقة، ويعاب على هذه الطريقة عدم إمكانية تنفيذ الصفقة إما في حالة عدم تساوي سعر السوق مع السعر المحدد أو بسبب قاعدة الأمر الوارد أولا ينفذ أولا.

---

[1] منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص ص521-527.

3-2-2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ

يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها من عدمه وهي:[1]

3-2-2-1- الأوامر المحددة بيوم أو بأسبوع أو بشهر

يستمر الأمر لمدة يوم واحد في التعامل، وهو ساري المفعول حتى يتم انتهاء اليوم ، أو تنفيذه، أو إيقافه بواسطة العميل، وتعتبر أوامر السوق غالبا أوامر يومية نظرا لعدم تحديد السعر بها، أمّا الأمر الأسبوعي فيظل ساري المفعول حتى إغلاق التعامل بالبورصة في نهاية الأسبوع، وأخيرا الأوامر الشهرية والتي تنتهي مع نهاية التعامل في آخر يوم للتعامل في الشهر الذي يتم فيه إصدار وإدخال الأمر.

3-2-2-2- الأوامر المفتوحة

يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه، أو يقرر المستثمر إلغاؤه، هذا ويرتبط بالأوامر المفتوحة نوعين من المخاطر: مخاطر النسيان (المستثمر) ومخاطر تغير المعلومات، ففي حالة وصول - إلى السوق - معلومات مشجعة بشأن المنشأة التي أصدرت الورقة فانه تعطي الأولوية لأوامر البيع المحددة، أوامر الشراء المحددة على حساب أوامر البيع المفتوحة، الشراء المفتوحة على الترتيب.

3-2-3-الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ

من الأمثلة على هذا النوع من الأوامر الأمر المحدد لسعر التنفيذ خلال فترة زمنية معينة، والأمر المفتوح بسعر محدد. [2]

3-2-3-1- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة

يقصد بالأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة، الأوامر التي تحدد سعرا معينا للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة، قد تكون يوما أو شهرا أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر، ومزايا الأوامر المحددة للزمن.

3-2-3-2- الأمر المفتوح في حدود سعر معين

يقصد بالأمر المفتوح في حدود سعر معين الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه، ويتلاءم هذا النوع من الأوامر مع المستثمر الذي لديه ثقة بأن إعطاء وقتا كافي للأمر كفيل بتنفيذه بالشروط التي يريدها، أما أهم عيوبه فهو أنه إذا كان السعر المحدد فإن الأمر لن ينفذ على الإطلاق.

---

[1] : منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص ص521-527.

[2] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 130.

3-2-4-الأوامر الخاصة

نتناول في هذا الفرع عرضا ومناقشة لمجموعة من الأوامر ذات الطابع الخاص لتنفيذ الصفقات المالية كما يلي:[1]

3-2-4-1- أوامر الإيقاف

يمكن استخدام أوامر الإيقاف لحماية الأرباح التي يتم تحقيقها أو لتخفيض حجم الخسائر، وتعد أوامر الإيقاف من الأنواع الخاصة لأوامر السوق، إلا أنها تختلف عنها في الهدف وإجراءات التطبيق.

يعامل أمر إيقاف البيع معاملة أمر السوق، عند وصول سعر التعامل إلى سعر الإيقاف أو سعر أدنى منه، كذلك يعامل أمر الإيقاف للشراء كأمر سوق عندما يتم الوصول إلى سعر الإيقاف أو عند سعر أعلى منه، وعلى ذلك يتم تحديد سعر الإيقاف للبيع عند سعر أقل من السعر الجاري بالسوق ويتم تحديد سعر أمر إيقاف الشراء عند سعر أعلى من سعر السوق، ويترتب على هذه الأوامر العديد من المخاطر نذكر منها:

- مخاطر تحديد سعر الإيقاف قريبا جدا من سعر السوق.
- مخاطر تحديد سعر الإيقاف بعيدا حدا عن سعر السوق مما قد يجعل تنفيذه مستحيل.
- مخاطر تنفيذ الأمر عند سعر لا يرغبه المستثمر.

3-2-4-2- الأوامر المحددة للإيقاف

تستخدم أوامر الإيقاف المحددة أساسا كأداة للتغلب على عدم التأكد المرتبطة بأوامر الإيقاف، ويقصد به عدم معرفة المستثمر لسعر التنفيذ بعد أن يتحول أمر الإيقاف إلى أمر سوق، وتعطي أوامر الإيقاف المحددة للمستثمر ميزة تعيين سعر محدد، يمثل الحد الأقصى للسعر في حالة الأمر المحدد للإيقاف بالشراء، ويمثل الحد الأدنى للسعر في حالة الأمر المحدد للإيقاف بالبيع، أي أنه غير قابل للتحول تحت أي ظرف من الظروف إلى أمر سوق مما يجعله أكثر مخاطرة لاستحالة تنفيذه.

3-2-4-3- أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال

يسمح هذا النوع من الأوامر للسمسار بأن يقوم بملأ الأمر الخاص بالمستثمر، وتكون له الحرية الكاملة في تقرير نوع الورقة واتجاه التصرف (بيع أو شراء) ويستخدم هذا النوع من الأوامر باستمرار في حالة سفر المستثمر في إجازة وعدم رغبته في متابعة استثماراته، ويتطلب وجود ثقة عالية في قدرة وحكمة السمسار في تنفيذ العمليات، إلا أنه يعيب هذا النوع من الأوامر وجود تذبذب شديد في أرصدة حسابات العملاء لدى السماسرة.

3-3-إجراءات المعاملات وتكاليف تنفيذ الأوامر

إنّ عملية إبرام الصفقات بالبورصة عادة ما تسفر على تكاليف متعددة، وتقتضي إتباع إجراءات المعاملات بعملية التسوية، بما يضمن انتقال ملكية الأصول محل الصفقة للمشتري وتسليم النقود للبائع.

---

[1] : عبد اللطيف أحمد سعد، مرجع سابق، ص ص60-63.

3-3-1-إجراءات المعاملات

تبدأ العملية بقيام العميل بالاتصال بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة المسجل في منطقته بغية الحصول على المعلومات المطلوبة عن الأسهم، والتي على أساسها يتخذ العميل قراره بإصدار أمر تسجل بياناته مضاف إليها الرمز المحدد للسهم المطلوب التعامل عليه على مطبوعات خاصة، يتم إبلاغه للإدارة التجارية لبيت السمسرة (إدارة الأوامر) ، والتي على مستواها يحدد مكان التعامل على هذا السهم ونميز بذلك حالتين:

أ. إذا كان السهم يتعامل عليه في إحدى البورصات تقوم الإدارة التجارية بإبلاغ الأمر إلى مقر البورصة، ويتم ذلك من خلال النظام الإلكتروني المعمول به أو بالطريقة التقليدية (الهاتف) ، وبمجرد وصول الأمر يتم الاتصال بالسمسار الوكيل، وإبلاغه بوصول الأمر وذلك بإشارة معينة أمام الرقم المخصص للسمسار على لوحة معدة لذلك في صالة البورصة، ويتكفل السمسار الوكيل بتنفيذ الأمر ثم يقوم بإرسال نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي المحلي الذي استلم الأمر من البداية، لكي يبلغه إلى العميل وتأكيدا على تنفيذ الأمر ترسل الإدارة التجارية خطابا بريديا للعميل.

ب. في حالة الأسهم المسجلة بالأسواق غير المنظمة يتم إجراء الصفقة باتصال الإدارة التجارية ببيوت السمسرة التي تتعامل في ذلك السهم، كما يمكن أن يتم ذلك من خلال طرق الحاسوب المتصل بالنظام الإلكتروني للمعلومات لتلك الأسواق الذي يطلق عليه نازداك وبالوقوف على الأسعار من أكثر من مصدر، يمكن للإدارة التجارية إبرام الصفقة عند أفضل سعر ممكن، وبمجرد إتمام الصفقة تقوم الإدارة التجارية بإبلاغ المدير التنفيذي المحلي لتكتمل الدورة على ذات النحو الذي سبقت الإشارة إليه.

3-3-2-كيفية سداد قيمة الصفقات

يقصد بتسوية الصفقة تسليم الأوراق و استلام النقود وهو ما ينبغي أن يتم خلال 5 أيام عمل من تاريخ تنفيذ الصفقة، تدفع قيمة الصفقة مضافا إليها قيمة العمولة والرسوم الإضافية للسمسار هذا الأخير الذي يتكفل في ذات اليوم بتصفية حساب العملية مع المتخصص الذي باع له الأوراق، وبذلك يصبح المشتري المالك القانوني للأوراق محل الصفقة، ونشير في هذا الصدد أنه في حالة الشراء النقدي تتم انتقال الملكية وتسليم النقود في نفس اليوم الذي نفذ فيه الأمر.

أمّا فيما يتعلق بشهادات ملكية الأسهم - والتي قد تنتقل باسم بيت السمسرة - المتعامل معه - فللمشتري الحق أن يتسلمها أو يحتفظ بها في خزينة السمسار وفي الحالة الأخيرة بتسليم المشتري إقرار شهري من بيت السمسرة يؤكد ملكيته للأسهم.

هذا عن الأوراق التي يتم تنفيذها عن طريق المتخصصين، أما إذا تم التنفيذ من خلال بيوت السمسرة ذاتها في البورصة، أو في السوق غير المنظمة فان تسوية الحسابات تأخذ إحدى الصور الآتية:[1]

- التسليم المباشر وهو الأسلوب الشائع.
- الاستعانة ببيوت السمسرة الكبيرة التي تقوم نيابة عن بيوت السمسرة الصغيرة بتصفية حساباتها وتسلمها، أو تسلم منها الرصيد النهائي من النقدية والأوراق المالية عن كافة عملياتها خلال فترة معينة.
- تعهد فيه عملية تسوية الحسابات إلى مؤسسة قومية متخصصة تعمل مع بيوت السمسرة حيث تمسك لكل بيت سمسرة حساب، وتحدد رصيده الدائن أو المدين مع بيوت السمسرة الأخرى الأعضاء في تلك المؤسسة.

3-3-3-تكلفة تنفيذ الأوامر

إنّ قيام المستثمر بتكوين محفظة للأوراق المالية يستند على قاعدة توزيع المخاطر من جهة، وقاعدة تعظيم العائد من جهة أخرى، وعلى ذكر هذه الأخيرة فانه يتعين على المستثمر انتقاء الصفقات التي تؤمن هامش ربح متوقع يفوق مجموع تكاليفها المباشرة وغير المباشرة: [2]

3-3-3-1- التكاليف المباشرة

وتنطوي على تكاليف المعاملات فهي تعادل 4% من قيمة الورقة المالية تقريبا، ويمكن تقديم التكاليف المباشرة كما يلي:

- **عمولات السمسرة:** يعد هذا البند من أهم أنواع بنود التكاليف المصاحبة لكل عملية، وتحدد تلقائيا وتتناسب عكسا مع كل من حجم الصفقة وعدد مرات التعامل أو التداول بين السمسار والمستثمر، وطردا مع نوع الخدمات التي يقدمها السمسار، لذا غالبا ما يفضل صغار المستثمرين التعامل مع بيوت الخصم التي تقتصر مهامها على تقديم خدمات لإتمام العملية دون تجاوزها لخدمات إضافية كتلك المقدمة من طرف بيوت السمسرة.

- **ربح صانع السوق:** عادة ما يشار للفرق بين سعر شراء الورقة المالية وسعر بيعها بربح صانع السوق أو المدى، ويمثل بذلك لقاء أتعاب صانع السوق نتيجة وساطته بين بائعي و مشتري الأوراق المالية، ويقوم صانع السوق بالاحتفاظ بمخزون كاف من الأسهم، انتظارا للمشتري الذي يرغب في شرائها، أما ثمن الانتظار فيتمثل في تكلفة الاحتفاظ بذلك المخزون مقابل المخاطر التي يتعرض لها نتيجة عدم إمكانية تحقيق تنويع كفء في الأوراق المالية، أو نتيجة لاحتمال ارتفاع أسعار الفائدة بالإضافة إلى تكاليف نقص المعلومات لدى صانع السوق.

- **الخصم على السعر:** هو عبارة عن خصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع والذي يتوقف على متغيرات كثيرة منها ما يتعلق بظروف السوق، ومنها ما يتعلق بظروف المستثمر.

---

(1) : منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ص168-169.

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 533-534.

- **الضرائب و الرسوم المستحقة على الأطراف المتعاملة في البورصة:** تجدر الإشارة إلى أن مثل هذه الضرائب والرسوم يتم فرضها من طرف الحكومة من جهة، واللجنة المختصة بالقيم المنقولة في البورصة من جانب آخر، وتعد هذه النسبة أقل نسبيا بالمقارنة بالعمولات الأخرى، ويلاحظ شيوع فرض ضرائب تصاعدية على الأوراق المالية.

ففي نيويورك مثلا - تفرض ضريبة مبيعات مقدارها 1سنت على كل سهم يباع بسعر أقل من 5$ ، 2 سنت على الأسهم التي يتراوح أسعارها بين 5 و 9$ و 3 سنت على كل سهم يتراوح سعره بين 10، 99 و19$ ، 5 سنت على كل سهم يتجاوز 99 و 19$ ، وفي كل الأحوال تضاف تكلفة مقدارها 1 سنت على كل 500$ مبيعات أوراق مالية، ويتحمل هذه التكلفة بائع الأوراق المالية.

– **عمولات البنوك:** عادة ما يعمد المتعاملون لإيداع أوامرهم لدى البنك الذي يتكفل بتنفيذها، ويكون ذلك مقابل عمولة تضاف إلى عمولة السمسرة، لذا فإنّ أغلبية المتعاملين يفضلون التعامل عن طريق الوكيل أو السمسار مباشرة تجنبا منهم لازدواجية العمولة.

يضاف لما سبق ذكره من التكاليف المباشرة، الضرائب على الأرباح الرأسمالية ذلك أنّ التفاوت بين معدلات الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية قد تكون عاملا رئيسيا يدفع المستثمر لتوجيه أمواله إلى أسهم منشأة ما دون أخرى.

3-3-3-2- التكاليف غير المباشرة

وتشمل هذه التكاليف ما يلي:

- **تكلفة الفرصة البديلة:** وتتمثل في عائد الفرصة الضائعة، أي العائد الذي كان يمكن أن يتحقق لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمار أخرى.

- **تكلفة الوقت والجهد:** وتتمثل في تكلفة الوقت والجهد المبذول في تقييم الأوراق المالية المحتمل الاستثمار فيها.

ونضيف لما سبق ذكره من التكاليف غير المباشرة تكلفة القلق الذي ينتاب المستثمرين في البورصة، خزفا من تدهور أسعار الأوراق المالية المكونة لمحافظهم .

نهاية مطاف جولتنا هي تنبيه نوجهه للمستثمر بضرورة أخذ كل هذه التكاليف بعين الاعتبار أثناء القيام بالعملية الاستثمارية، يكون لكل منها تأثير على هامش الربح المحتمل الحصول عليه، ولا يجب التردد إذا تطلب الأمر، طلب الاستشارة من المختصين في هذا المجال.

المحور السادس: السيولة والكفاءة والمؤشرات البورصية

تمهيد

إنّ دراسة جملة المؤشرات تسمح للمختصين من إمكانية إعطاء حكم تقريبي خاص بالتوجهات المحتملة مستقبلا لسوق معينة، وآثارها على أسعار القيم المتداولة، وللسوق الجيد عدة سمات: دقة وسرعة وصول المعلومات، كفاءة التسعير والتشغيل، وعدالة السوق، والسوق الجيد من هذا المنطلق هو سوق يتسم بالكفاءة ويحقق قدرا من السيولة لما يتداول فيه من أوراق.

1- سيولة السوق

يراد بالسيولة في هذا المقام، اجتماع جملة الخصائص التي إن وجدت في السوق سمحت بتحقيق تسويق الورقة المالية بالبيع والشراء بسهولة ويسر، وذلك بسعر عادل يقترب كثيرا من السعر الذي نفذت به آخر عملية على الورقة ذاتها، مع بقاء العوامل المؤثرة على تحديد الأسعار ثابتة.

1-1-السيولة والقيمة السوقية للورقة المالية

تظهر العلاقة بين السيولة والقيمة السوقية للورقة المالية فيما يلي:[1]

إنّ سيولة الأوراق المالية تكتسي أهمية بالغة سواء بالنسبة للمؤسسة المصدرة لهذه الأوراق، أو المستثمرين بشكل عام، ولعل من أهم آثار ارتفاع سيولة الورقة المالية هو زيادة إقبال المستثمرين على تداول مثل هذه الأوراق مما يكسب المؤسسة ثقة كبيرة في نفسها، إذ تباع أسهمها بقيمة عالية على النحو الذي يرفع من حصيلة إصداراتها.

ونشير هاهنا أن الورقة المالية ضعيفة السيولة قد لا ينجذب نحوها الجمهور العريض نظرا لصعوبة تداولها، ولا يقبلون على التعامل في هذه الأوراق إلا بالسعر المنخفض إلى المستوى الذي قد يحقق لهم دخلا مناسبا يسمح لهم بتغطية التكاليف التي قد تلحق بهم عندما يريدون التخلص منها بالبيع.

ما تجدر الإشارة إليه في هذا المقام أنّ المستثمرين الذين يرغبون في الاستثمار على المدى القصير يكونون مستعدون تمام الاستعداد لدفع أسعار عالية لشراء الورقة المالية التي يتسم هامشها بالانخفاض، ويتميز سوقها بدرجة عالية من السيولة، أما المستثمرين الذين يرغبون في الاستثمار على المدى الطويل فيشترون الورقة المالية في مقابل هامش كبير بسبب ضعف سيولتها، وذلك طالما أن نصيب الوحدة الزمنية من تلك التكاليف سيكون صغيرا أي انخفاض تأثير ضعف السيولة على القيمة السوقية للورقة المالية.

تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عنها، مخصومة بمعدل خصم يعكس حجم المخاطر المنتظمة، مع إهمال تام للمخاطر غير المنتظمة لا سيما مخاطر ضعف السيولة لذا

---

(1) : منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 526.

يستوجب تعديل النموذج بإضافة معامل للتعويض عن مخاطر السيولة -هامش ربح صانع السوق- بهدف تخفيض القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عن الورقة، بما يعكس أثر مخاطر ضعف السيولة.

1-2-قياس السيولة

هناك العديد من الطرق لقياس سيولة سوق ورقة مالية معينة في مقدمتها: [1]

1-2-1- هامش ربح صانع السوق

يقصد بهامش الربح الذي يحققه صانع السوق الفرق بين السعر الذي يشتري به الورقة والسعر الذي يبيعها به، وبكونه يمثل الجانب الأكبر من تكلفة المعاملات فانه يعد مقياسا ملائما للسيولة، ولهامش الربح علاقة عكسية مع العديد من سمات السيولة: حجم التعامل على الورقة، عدد حملة الأسهم، عدد صناع السوق الذين يتعاملون في الورقة ومدى الاستقرار في سعر الورقة.

ويعد هامش ربح صانع السوق مؤشرا للسيولة في حالة إتمام صفقة الشراء و البيع في نفس الوقت، أما إذا اختلف توقيت الشراء والبيع فان الهامش قد يعكس مؤثرات أخرى، من بينها التغيرات في سعر الورقة منذ شرائها حتى بيعها.

1-2-2- نسبة السيولة

يقصد بنسبة السيولة متوسط قيمة حجم الصفقات التي أبرمت على الورقة في الأربع أسابيع الأخيرة إلى متوسط النسبة المئوية للتغير المطلق في سعرها اليومي خلال نفس الفترة، ويعني ارتفاع قيمة النسبة أن الصفقات الضخمة لا ينجم عنها تغيرا كبيرا في القيمة السوقية للورقة، أما انخفاضها فيعني العكس.

و قد قدمت عدة انتقادات عن إمكانية الاعتماد على نسبة السيولة كمؤشر لقياس سيولة السوق تمثلت فيما يلي:

- النسبة عبارة عن علاقة تاريخية بين حجم الصفقة والتغير في السعر.
- النسبة تفشل في الكشف عن التغير في السعر الذي يحدث من جراء وصول مفاجئ لأمر تنفيذ صفقة كبيرة نسبيا.
- قد يكون سبب تغير النسبة تغير النسبة تغير في السعر نتيجة لورود معلومات جديدة لا علاقة لها بتكلفة السيولة.

1-2-3- معدل الدوران

يمكن أن يتخذ معدل تداول أسهم الشركة في البورصة كمؤشر للإقبال على ما تصدره من أوراق مالية ، ويحسب هذا المعدل إما على أساس عدد المرات التي تم فيها التداول على أسهم الشركة ، أو على أساس العلاقة

---

[1] : منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص530.

بين كمية الأوراق المتداولة وكمية الأوراق المسجلة في البورصة لنفس الشركة.[1]

$$\text{معدل الدوران} = \frac{\text{كمية الأسهم المتداولة } \%}{\text{كمية الأسهم المقيدة}}$$

و تجدر الإشارة إلى أنه يجب عدم الاقتصار على مؤشر معدل الدوران وحده عند الحكم على درجة نشاط تداول أسهم شركة أو قطاع معين، بل يجب أن يؤخذ في الاعتبار أيضا عدد العمليات التي تمت على الأسهم، فقد تكون شركة معينة غير نشطة من حيث معدل دوران أوراقها المالية، إلاّ أنها تعتبر أكثر الشركات نشاطا من حيث عدد العمليات، كما يمكن أن يتم في صفقة واحدة تداول نسبة كبيرة من أسهم شركة معينة مما يؤدي إلى ارتفاع معدل الدوران على الرغم من أنّ التداول لم يجرى سوى مرة واحدة.

ورغم كل ما يقدم من انتقادات لازال الهامش، ونسبة السيولة، ومعدل الدوران مضافا إليه عدد العمليات التي تمت على الأسهم، معترف بهم كمؤشرات لقياس السيولة.

1-3-خصائص سيولة السوق

خصص هذا الفرع لتسليط الضوء على السمات التي إذا ما توافرت في السوق الذي تتداول فيه الورقة المالية، سوف تجعلها سهلة التسويق بحد أدنى من التقلب في قيمتها السوقية: [2]

1-3-1- عمق السوق

عادة ما يترجم مفهوم عمق السوق بتواجد أوامر بيع وشراء مستمرة ودون انقطاع للورقة المالية، ويقاس بدلالة عدد مرات التداول للورقة الواحدة ، ونتيجة لهذا التعامل النشيط بيعا وشراءً فان أي خلل في التوازن بين الكميات المطلوبة والمعروضة، عادة ما يسفر عن تغير طفيف في السعر ونعني بهذا ضآلة الخسائر الرأسمالية إذا ما حدثت، ووفقا لفكرة العلاقة التعويضية بين المخاطر والعائد، يصبح من المتوقع أن لا يقبل صانع السوق شراء الورقة التي يتسم سوقها بالضحالة إلا إذا كان هامش الربح المرتقب كبيرا، وهو عكس ما يسجل تماما في الأسواق العميقة.

ولعلّ من أهم ما تتسم بها الأسواق العميقة هو استعمال وسائل الاتصالات الملائمة والمتطورة بين مختلف المتدخلين في هذه السوق على النحو الذي تحقق معه عملية تنفيذ الأوامر المختلفة بالبيع والشراء بشكل سريع و بصورة تضمن الاستمرارية في التبادلات.

1-3-2- سرعة استجابة السوق

يقصد بخاصية سرعة استجابة السوق أن أي خلل محتمل في العرض و الطلب على الورقة المعنية، يعالج على وجه السرعة من خلال تغير طفيف في الأسعار مما يقلل من تردد المستثمر في بيعها من جهة، ويضعف أمل

---

(1) عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، 2003، ص 361.

(2) : منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص534.

المشتري المحتمل في إمكانية شرائها بسعر أقل في تاريخ لاحق من جهة أخرى، ويتوقع أن يقبل صانع السوق هامش ربح منخفض لتلك الورقة.

وكما سبقت الإشارة إليه في السوق العميقة، فإنّ تحقيق خاصية سرعة استجابة السوق تقتضي ربط مختلف المتدخلين في السوق بوسائل اتصالات فعالة تمكنهم من معرفة مختلف العمليات وما يطرأ على السوق من تغيرات، حتى يتمكن كل مستثمر من اتخاذ القرارات المناسبة من خلال ردود أفعال مدروسة ورشيدة.

2- كفاءة السوق

مفهوم كفاءة السوق يتجلى في كونه تلك السوق التي تتساوى فيها القيمة السوقية للأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية، وتتوقف كفاءة سوق رأس المال عموما على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وتكاليف الحصول عليها، وكفاءة السوق ضمانها وجود عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفء، مما يدفعهم للبحث عن المعلومات بهدف تحديد الأوراق المالية المسعرة بشكل خاطئ للاستفادة منها مما يؤدي إلى تغير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل قيمته الحقيقية، وحينئذ يتحقق للسوق الكفاءة التي ينشدها دون أن يحقق أي منهم أرباحا غير عادية، ولكي يتحقق هدف سوق رأس المال والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد ينبغي توافر شرطين هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل .

2-1- الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

يشار إلى السوق التي تنعكس فيها المعلومات بصورة كاملة وسريعة في الأسعار السوقية، بافتراض عدم وجود فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، بأنها سوق ذات كفاءة كاملة، ولكي ترقى السوق إلى مستوى الكفاءة الكاملة لابد من توفر عدد من الشروط: [1]

- توافر المعلومات للكافة و بدون تكلفة بحيث تكون توقعات المستثمرون واحدة.
- لا يوجد أي قيود على التعامل مثل الضرائب، وعمولات السمسرة، وتكاليف التعاملات الأخرى، كما لا توجد أي عراقيل كمية ولا تشريعية تهدف للحد من حرية المستثمرين والمؤسسات على حد سواء.
- وجود عدد كبير من المستثمرين وبذلك لا تؤثر تصرفات البعض منهم تأثيرا ملموسا على أسعار الأسهم، مما يعني أن الأسعار المعلنة هي قضية مسلم بها.
- يتصف المستثمرون بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.

إنّ عملية إسقاط الشروط السالفة الذكر على أرض الواقع، أسفرت على استحالة تطبيق أغلبها، وأقصد بذلك الشروط الثلاث الأولى، فبالنسبة للشرط الأول فيبدوا من الصعب جدا التسليم به على إطلاقه، حيث إن تكلفة الحصول على المعلومات تكون مرتفعة نسبيا وتستغرق وقتا بالنسبة للمستثمرين الصغار مقارنة بكبار

[1] : عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص181.

المستثمرين، كما أنه لا يمكن التسليم بوصول المعلومات لجميع المتعاملين في نفس التوقيت، ذلك لأن المستثمر الذي هو أقرب من مصدر المعلومة يستطيع أن يحقق السبق على أقرانه ولو لوقت يسير.

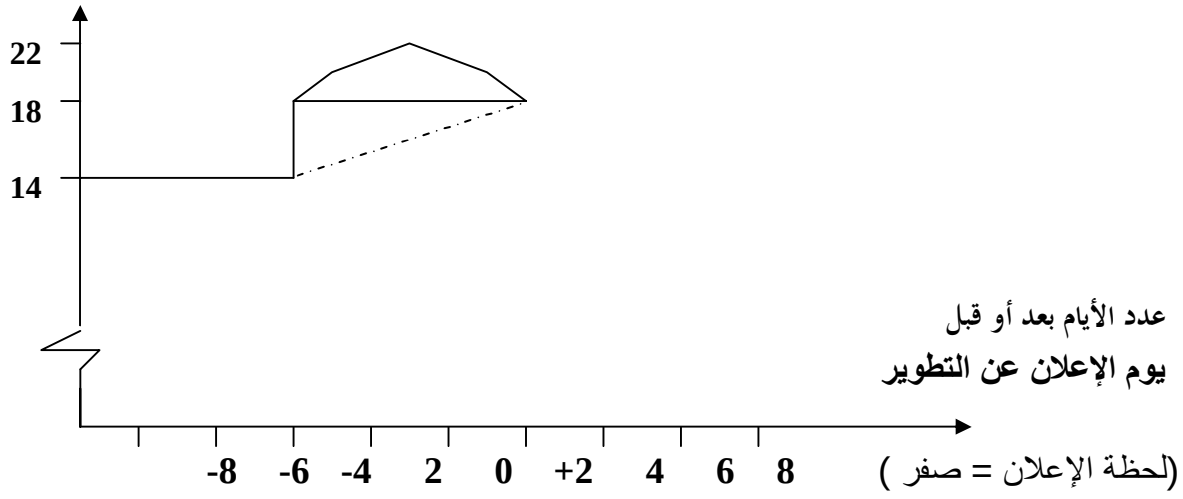
وبالنسبة للشرط الثاني فان وجود التكاليف هو واقع من ضمنها - ربح صانع السوق - الذي يعد أكبر عائق لصافي عائد بعض الأصول المالية، وقد يعتبر بذلك عقبة تحول دونها و دون إبرام بعض الصفقات، أما فيما يتعلق بالشرط الثالث فان التحويلات كبيرة الحجم يمكن أن تحدث تغيرات قوية في السعر حتى للأصول عالية السيولة، وتدل الشواهد على أنّ 70% إلى 75% من المعاملات التي أبرمت خلال العشر سنوات الأخيرة في بورصة نيويورك كانت تترك في بعض الأحيان آثارا على سعر الورقة المالية.

وبإلغائنا للشروط الأربعة الأولى واحتفاظنا بالفرض المنطقي الوحيد المتمثل في أن أغلبية المتعاملين في السوق يسعون إلى تعظيم ثرواتهم تنتقل بذلك من مفهوم الكفاءة الكاملة إلى الكفاءة الاقتصادية.

وفي ظل هذه الأخيرة (الكفاءة الاقتصادية) يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق و حتى تنعكس آثارها على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد يكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل.

ولتوضيح كيفية سلوك السعر في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية، وبافتراض وصول معلومات سارة _كالزيادة في المبيعات _ إلى سوق رأس المال، رصدنا التغيرات الحاصلة في الأسعار في الشكل الموالي:

الشكل رقم 02 : يوضح الاستجابة للمعلومات في حالة السوق الكفء وغير الكفء



المصدر:عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص174.

يشير الشكل رقم 02 إلى ثلاثة أوضاع محتملة لتعديل سعر سهم الشركة:

- ففي ظل الكفاءة الكاملة نسجل استجابة فورية وتلقائية في سعر السهم لأي معلومات ترد، ولا مجال لزيادة السعر أو لانخفاضه عن السعر العادل، ويصور هذا السيناريو الخط الداكن.

- في ظل الكفاءة الاقتصادية نسجل حالة الاستجابة المتأخرة حيث يحدث تعديل جزئي في سعر السهم نتيجة لهذه المعلومات وتستغرق عملية وصول السعر إلى السعر الحقيقي ثمانية أيام من تاريخ الإعلان عن هذه المعلومات ويصور هذا السيناريو بالخط المتقطع.
- أمّا في ظل السوق غير الكفء، نسجل الاستجابة المغالى فيها حيث يتعدل سعر السهم إلى مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات، مما يدفع السعر إلى أعلى، ومن ثم يتعدل بعد ذلك، ويظهر هذا السيناريو بالمنحنى المنقط.

2-2-المرتكزات الرئيسية لتحقيق كفاءة السوق

لا يمكن أن تتحقق كفاءة السوق إلا بتوافر جملة الدعائم و الشروط في الجوانب المتعلقة بـ: [1]

2-2-1-كفاءة تنظيم السوق

تساهم العديد من العوامل في تحديد الكفاءة التنظيمية للسوق، ويمكن ذكر هذه العوامل مع شيء من الشرح كما يلي:

2-2-1-1- وجود إطار تنظيمي واضح المعالم خاص بالسوق: حيث يتم تضمين ذلك في مرشد يوضح القواعد التنظيمية المتعلقة باختصاصات السوق, وكذا صلاحيات ومسؤوليات المشرفين على إدارتها.

2-2-1-2- تنظيم مهنة الوساطة: إنّ تحديد صلاحيات الوسطاء الماليين ومسؤولياتهم وتحقيق عامل الرقابة الصارمة على هذه المهنة من شأنه أن يكفل تنفيذ مختلف أوامر البورصة المقدمة حسب الاتفاق، وحتى تتحقق كفاءة تنظيم مهنة الوساطة فانه ينبغي بذل العناية المطلوبة بغية توفير جملة من الضوابط منها على الخصوص: وضع ميثاق لأخلاقيات المهنة، الشروط الواجب توافرها في من يمارس هذه المهنة، وجود اتحاد للمهنة يسهر على تنظيم أدائها ومراقبة أعمالها.

2-2-1-3- كفاية التشريعات والالتزام بتطبيقها: يتطلب وضع التشريعات اللازمة والملائمة التي تستوعب السوق في حاضرها ومستقبلها حيث أنها تتمكن من مسايرة توسعها الطبيعي سواء في جانب إمكانية استقطابها لمتعاملين جدد أو قدرتها في الرفع من حجم تداولها، كما يتعين ضمان التطبيق الفعلي لهذه التشريعات والقوانين التنظيمية لعمل السوق، وكذا السهر على الالتزام بكافة القرارات واللوائح التنظيمية الموضوعة من طرف الجهات الوصية على السوق قصد تحسين أدائها.

2-2-1-4- تحقيق رقابة الأجهزة المختصة: وتحقق الرقابة من طرف الجهات الوصية على السوق والمعينة غالبا من قبل الوزارة الوصية (المكلفة بالمالية) وكذا اللجان التي يتم تكوينها لهذا الغرض من قبل أصحاب المهنة.

2-2-2- الكفاءة التقنية للسوق: ومن أهم الأدوات المساعدة على تحقيق مثل هذه الكفاءة ما يلي:

---

[1] : محمد براق، مرجع سابق، ص197-193.

2-2-2-1- التنويع في الأدوات المالية: ويكون ذلك على النحو الذي يسمح بتكوين محافظ مالية ذات تنويع مرضي (قطاعي و دولي) بما يحقق لأصحاب هذه المحافظ الحصول على عوائد مقبولة مع توزيع للمخاطرة.

2-2-2-2- إيجاد نظام واضح خاص بالعمليات العاجلة و الآجلة وكذا آخر للمقاصة والتسويات.

2-2-2-3- التأكيد على استمرارية التعامل في القيم المتداولة: لا يمكن الحديث عن كفاءة السوق إلاّ إذا كانت السوق تنعقد بشكل دوري كما ينبغي أن تتصف بالحركية الدائمة، مع إمكانية إنهاء الصفقات في ظرف زمني معقول وبتكاليف مقبولة, كما نلمس ضرورة وجود صناع سوق للمساهمة في خلق سيولة للأوراق المالية.

2-2-3- الكفاءة الإعلامية للسوق

وتعرف كذلك بالكفاءة الخارجية للسوق وكذا بكفاءة التسعير، وتعتبر هي الأخرى دعامة أساسية تساهم في المحافظة على استقرار السوق وتحقيق الكفاءة المطلوبة لها.

ويتجلى هذا النوع من الكفاءة في توافر نظام سليم و دقيق يمكن أن يقدم جميع المعلومات اللازمة والضرورية المساعدة للمتعاملين لأن يحسنوا من اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ولتحقيق الكفاءة الإعلامية للسوق لابد من:

- الإفصاح التام والشامل على كافة المعلومات الخاصة بالمؤسسة المقيدة في البورصة.
- على الهيئات الوصية على السوق أن تلعب دورها في توفير المعلومات للمستثمرين.
- على مهنة المحاسبة والمراجعة أن تلعب دورها في التحقق من مدى ثقة وصدق المعلومات المحاسبية المعلنة.

2-3-مستويات الكفاءة

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق في ثلاث فرضيات هي:[1]

2-3-1-فرضية الصيغة الضعيفة

تقتضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الإستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم فيي المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.

2-3-2-فرضية الصيغة المتوسطة

تقتضي بأن الأسعار الحالية للأسهم لاتعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الإقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها)، وإذا

---

[1] : منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص560.

كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحا غير عاديةعلى حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء.

2-3-3-فرضية الصيغة القوية

وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته وبالتالي لايمكن لأي مجموعة من المستثمرين إستخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غبر عادية بصفة نظامية حتى ولو إستعان بخبرة أفضل مستشاري الإستثمار .

3-العلاقة بين الكفاءة والسيولة

مفهوم السوق الكفء - و كما سبق تبيانه - أنه السوق الذي تعكس فيه الأسعار المعلومات الصحيحة والدقيقة عن المنشأة، هذا المفهوم يؤكد حقيقة مؤداها أن كفاءة السوق هي بمثابة قيد على إستراتيجية تحسين السيولة، من خلال قيام بنك الاستثمار بإعادة شراء أسهم المنشأة .

تصرفات فريق الضوضاء من جهتها تساهم في خلف السيولة للسوق، إلا أن إزالة آثار الضوضاء على أسعار الأسهم سوف تمضي بخطى بطيئة ، بتدخل لفريق المعلومات لدفع الأسعار إلى مستواها الحقيقي، وهو ما يتعارض كلية مع الكفاءة التي يسعى السوق لتحقيقها.

بناءا على ما سبق ذكره ، قد يتأسس في الأذهان حل لعلاج مشكلة الكفاءة بالتخلي عن فريق الضوضاء، متجاهلين بذلك دورها في خلق نشاط الأسواق، فالمتعاملين من ذوي المعلومات أنفسهم يتعاملون مع فريق الضوضاء أكثر من تعاملهم مع بعضهم البعض، مما يعني أنّ غيابهم يجعل السيولة عند حدها الأدنى، ويكون العلاقة عكسية بين السيولة وتكلفة الأموال بالنسبة للمنشأة ، فإنه يمكن القول أن السوق الكفء قد لا يؤدي في بعض الأحيان إلى تخفيض تكلفة الأموال بالنسبة للمنشآت المقيدة.

في حقيقة الأمر وعلى نقيض ما سبق، فإنّ السوق يعد أكثر كفاءة عندما يتوفر على قدر من السيولة، و يبدوا هذا واضحا يكون المعلومة يمكن أن تدمج في سعر الأصل الذي يخضع لعدد كبير من المفاوضات، على عكس الأصول قليلة التداول فإنها تعكس المعلومات بشكل متأخر ، لكن قد يفضل المستثمر عدم انتهاز فرصة الربح نظرا لضعف مستوى التحويلات (التفاوض) على هذا النوع من الأصول.

نضيف أنّ العمليات في البورصة تستطيع في وقت محدد أن تتخذ واحد من الثلاث سلوكات التالية : التغطية، المضاربة والتحكيم هذه الأخيرة التي تسمح بتأمين تساوي الأسعار في وقت محدد، إنها تؤمن السيولة بين

مختلف الأسواق وهي بذلك العملية الأساسية التي تسمح بتأمين الكفاءة لها، إلاّ أنّ السيولة المتزايدة للأسواق والقدرات التقنية تجعل التحكيم أكثر ندرة وتعقيد. [1]

ونؤكد في هذا المقام أن الكفاءة تعد أداة ضرورية لضبط حركة الأسعار، ولا تقل السيولة عنها أهمية في تنشيطها لحركة السوق، ولا غنى السوق عنهما رغم التناقض القائم بينهما.

ولعلّه من أهم العقبات التي تبقى قائمة في وجه اتجاهات رفع الكفاءة وتحسين السيولة، هي تلك التصرفات الصادرة عن المستثمرين المؤسسين والمتمثلة في:[2]

- كبر حجم صفقاتها، حيث يترتب على ذلك التأثير على الأسعار حتى مع عدم وصول أي معلومات جديدة للسوق.
- تفضيل أسهم المؤسسات الكبيرة أو المنافسة دون غيرها في أغلب الحالات، حيث كرست من خلال مثل هذا الاتجاه في التعامل، مفهوم السوق الطبقية التي يراد بها استعداد المستثمر لدفع المبلغ كبير لسهم دون غيره حتى وإن كانت عوائد هذه الأسهم و مخاطرها متماثلة.

4- مؤشرات البورصة

يمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق، يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق المال، ونلمس بذلك أهميته الخاصة التي تطلبت منا تخصيص هذا المطلب، لمعرفة مدى قدرة المؤشر على التنبؤ بالحالة الاقتصادية، استخداماته الأساسية وكيفية بناءه وحسابه.

4-1-قدرة المؤشر على التنبؤ بالوضعية الاقتصادية العامة

مؤشر البورصة هي تقنية تعطي لمستعمليها نظرة شاملة على تطور أسعار سوق البورصة في وقت معين، وعامة ما يكون الأساس الحسابي لمؤشر محدودا على عينة من القيم المتداولة التي لها تمثيل على السوق موضوع الدراسة. [3]

ويقوم المؤشر على عينة من أسهم المنشات التي تتداول في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وعادة ما تختار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال، الذي يستهدف المؤشر قياسه، وبما أن نشاط المنشات التي تداول أوراقها بأسواق رأس المال تمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة في ضوء قدر من الكفاءة، فان المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة سوق رأس المال ككل، يمكن أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة.

ما سبق ذكره يؤكد حقيقة مفادها أن المؤشر يعد أداة جيدة للتنبؤ بالوضعية الاقتصادية للبلاد، وقرار المؤسسة بتخفيض حجم العمالة، إلغاء قرارات التوسع أو تأجيلها أو ضغط المصروفات تبنى على أساس احتمال

---

(1):P.VERNIMMEN , Op-cit, P291.

(2) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 533-534.

(3) :محمد براق، مرجع سابق، ص171 .

انخفاض في مستوى ربحية المنشآت في المستقبل، وبافتراض اتصاف البورصة بالكفاءة، فان هذه التعليمات تترجم بانخفاض حجم التعامل بالبورصة وانخفاض مستويات أسعار القيم المتداولة فيها بالتبعية، مما يعني أن الأحوال الاقتصادية تؤثر على سعر السهم في السوق.

نشير في هذا المقام أن تقييم الورقة المالية يتوقف على الأرباح المتوقعة والتي تعتمد على الظروف الاقتصادية المستقبلية، أما الأرباح الفعلية للمنشات فهي تتأثر بالأحوال الاقتصادية السائدة، والتي سبق أن تأثرت بها أسعار الأسهم عندما كانت تلك الأحوال في عداد الأحداث المتوقعة.

في الفترة 1802-1990 تنبأ مؤشر السوق في الولايات المتحدة الأمريكية بِـ 38 حالة كساد من أصل 41 حالة محققا بذلك نجاحا في التنبؤ بحالات الكساد بنسبة 93% ، إلاّ أنه سجل أحيانا حالات كساد كاذبة يسندها بعض الاقتصاديين إلى العلاقة المباشرة بين كمية النقود وأسعار الأسهم من خلال التغيرات في أسعار الفائدة ، فالنمو الاقتصادي مثلا في الولايات المتحدة الأمريكية بطيء ومع ذلك ارتفعت أسعار الأسهم بنسبة 9,5%حتى عام 1987 مع ارتفاع قيمة الأسهم المتداولة إلى 220 مليون $ ، وارتفع حجم التبادل بها، وسجل مؤشر داوجونز الصناعي ارتفاعا جديدا، [1]ومع ذلك يبقى المؤشر تقنية معترف بقدراتها على التنبؤ بالحالة الاقتصادية.

4-2- كيفية بناء المؤشرات وطريقة حساب قيمتها

تختلف مؤشرات الأسهم فيما بينها من حيث عدد الأسهم التي يشملها كل مؤشر ، و الوزن النسبي لكل سهم داخل المؤشر، وطريقة حساب متوسط المؤشر، ويرجع هذا الاختلاف إلى الهدف من وراء تصميم المؤشر، وفيما يلي توضيح لكل منها: [2]

4-2-1- ملاءمة العينة

يلاحظ أن العينة من الناحية الإحصائية، هي جزء من المجتمع موضع الدراسة، ويقصد بالعينة مجموع الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وتكون العينة ملاءمة من ثلاث جوانب:

- **الحجم:** كلما كان حجم العينة كبيرا كلما أعطى بوضوح نتائج أدق عن المجتمع الذي تمثله.
- **الاتساع:** يقصد به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق.
- **المصدر:** يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأورا ، وتحسب قيمة المؤشر على أساس الأسعار المعلنة " سعر الإقفال " في تلك البورصة.

4-2-2- الأوزان النسبية لأفراد العينة المختارة

---

[1] : ضياء مجيد، مرجع سابق، ص66.

[2] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 249-256.

ونعني بالأوزان القيمة النسبية المعطاة لكل سهم من أسهم العينة المكونة للمؤشر، ويمكن التمييز بين ثلاث طرق:

4-2-2-1- الوزن على أساس السعر: إنّ وزن كل سهم داخل المؤشر يتحدد آليا على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم التي يقوم عليها هذا المؤش، ويطلق عليها بالقيمة المطلقة للمؤشر.

ويحسب متوسط العائد بتطبيق العلاقة التالية:

$$\frac{\text{القيمة المطلقة للمؤشر [سنة س+1] – القيمة المطلقة للمؤشر [سنة س]}}{\text{القيمة المطلقة للمؤشر [سنة س]}}$$

ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم، والذي قد لا يكون مؤشرا على أهمية المنشأة أو حجمها، بل يرجع فقط إلى تفاوت في عدد الأسهم العادية المكونة لرأسمال، إضافة إلى أن قيمة المؤشر تتأثر بعمليات تجزئة الأسهم.

مثال1: لدينا المعطيات التالية:

الجدول رقم(2): حساب قيمة المؤشر على أساس السعر.

سعر السهم	السهم(س)	السهم(ص)	السهم(ع)
في 1جانفي	150	70	20
في 2جانفي	165	90	30

المصدر:من إعداد الباحث

المطلوب:

أحسب قيمة المؤشر في تاريخ 01/01و01/02 بطريقة السعر، وكذا حساب تغير المؤشر بالنقاط وبالنسبة؟

حساب قيمة المؤشر في تاريخ01/01:

$$\frac{20+70+150}{3}$$

حساب قيمة المؤشر في تاريخ 01/02:

$$\frac{30+90+165}{3}$$

تغير المؤشر بالنقاط: 95-80=15 نقطة

تغير المؤشر بالنسبة: $\frac{95-80}{80}$

4-2-2-2- الوزن على أساس تساوي الأوزان: إتباع أسلوب الوزن المتساوي يعني احتمالية اختيار ورقة معينة بطريقة عشوائية، نظرا لتساوي إجمالي المبلغ المستثمر في كل نوع من الأسهم، وإذا تعلق الأمر بالمؤشر الذي لا تمثل فيه المنشأة سوى سهم واحد، فان تساوي الأوزان يتطلب حساب كمية وهمية (جزء من سهم) يتحدد بقيمة مقلوب السعر، وتكون القيمة مساوية لِ:

[السعر × الكمية الوهمية**]**. وما يمكن ملاحظته في هذه الصيغة، أنّ متوسط عائد المؤشر يكون مساويا حتما متوسط عائد الأسهم، ومن أهم ما يؤخذ على هذه الصيغة ما يلي: [1]

- إعطاء أوزان متساوية للأسهم متجاهلة في ذلك اختلاف المؤسسات صاحبة الأسهم، من حيث أهميتها وحجمها.
- إختفاء الأوزان النسبية المتساوية بعد السنة الأولى، وذلك بسبب التغير في الأسعار.

مثال2: لدينا المعطيات التالية:

الجدول رقم (3): حساب قيمة المؤشر على أساس تساوي الأوزان.

السهم	P1	الوزن المتساوي
A	300	0.16
B	35	01
C	50	0.12

المصدر: من إعداد الباحث.

المطلوب:

حساب قيمة المؤشر؟

قيمة المؤشر= (300×0.16) + (50×01)+ (400×0.12)= 50 +50 + 50 =150

4-2-2-3- الوزن على أساس القيمة

فالمنشات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم ، أو عدد الأسهم المصدرة مما يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس القيمة السوقية الإجمالية لها، ورغم معالجة هذه الطريقة لعيوب الترجيح على أساس سعر الأسهم الفردية للمؤشر، إلاّ أنها تتحيز للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر.

مثال3: مؤشر إفتراضي يتكون من ثلاث أسهم ظهرت أسعارها وعدد أسهمها كما يلي:

---

[1] : محمد براق، مرجع سابق، ص147-175.

الجدول رقم (4): حساب قيمة المؤشر على أساس القيمة .

السهم	سعر السهم	كمية الأسهم
A	30	100000
B	60	50000
C	90	10000

المصدر: من إعداد الباحث.

المطلوب: حساب قيمة المؤشر بطريقة القيمة؟

الحل:

قيمة المؤشر= (30×100000)+(60×50000)+(90×10000)=6900000

4-2-3- طريقة حساب المؤشر

استنادا لكيفية حساب قيمة المؤشرات، يمكن التمييز بين نوعين من المؤشرات:

4-2-3-1- مؤشرات تعتمد في حسابها على المتوسط الحسابي: وعادة ما تكون محل مقارنة بأداء محافظ الأوراق المالية التي يقوم بتكوينها المستثمرون، ويتم حساب العائد على هذه المحافظ على أساس المتوسط الحسابي، لذلك يجب معرفة أساس حساب المؤشر قبل إجراء المقارنة بين أداء المحافظ الاستثمارية وأداء المؤشر.

4-2-3-2- مؤشرات تعتمد في حسابها على المتوسط الهندسي

وتتصف هذه المؤشرات بارتفاعها ببطيء شديد، وانخفاضها بسرعة شديدة بالمقارنة بالمؤشرات التي يتم حسابها على أساس المتوسط الحسابي، مما يجعلها أقل استخداما.

4-3-الاستخدامات الأساسية للمؤشرات

إنّ مؤشرات أسعار الأوراق المالية تعد أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة في الدولة، هذا لا يمنع من أن تنسب إليها استخدامات أخرى تهم الأطراف المتعاملين في أسواق رأس المال: [1]

4-3-1- التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق

يمكن للمحللين التنبؤ بالتطورات المستقبلية في السوق و التي على ضوئها تتخذ قرارات الاستثمار بطريقتين:

- الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين التغيرات التي تطرأ على المؤشرات.
- إجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق والتي قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه.

[1] : منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص247-248.

4-3-2- متابعة أداء محافظ الاستثمارات المالية

حتى يعكس أداء مؤشر الأسهم، أداء محافظ الاستثمارات المالية المنوعة تنويعا جيدا ، فقد يتسع ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالبورصة، ويعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق، وبالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي.

4-3-3- تقدير مخاطر المحفظة

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة، وبين معدل العائد على محفظة السوق، والذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة.

4-3-4- الحكم على أداء المديرين المحترفين

إذا أمكن للمستثمر العادي تحقيق معدل عائد على محفظة أوراق مالية يعادل تقريبا معدل عائد السوق، فالمدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية ويستخدم أحدث الأساليب في التنويع، يكون لزاما عليه أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق، وينبغي أن لا تركز المقارنة على العائد فقط بل ينبغي أن يؤخذ في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق.

5-أهم المؤشرات

ويتم التطرق فيما يلي إلى أهم مؤشرات البورصات في الدول المتقدمة، بالأسواق الناشئة، وبالدول العربية.

5-1- مؤشرات البورصات العالمية

وتتمثل أهمها فيما يلي:

-الولايات المتحدة الأمريكية

-داوجونز Dow-Jones يحتوي هذا المؤشر على ثلاثين ورقة مالية تمثل 30% من بورصة نيويورك.

-ستاندرد أند بور500 (S&P 500): يحتوي على خمس مائة ورقة مالية تمثل 80 %من القيمة السوقية.

-إنجلترا

-FT-30: يجمع هذا المؤشر ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.

-FTSE-100:المؤشر الأكثر شهرة، ويحتوي على 100 ورقة مالية تمثل 70% من إجمالي رسملة البورصة.

-فرنسا

-مؤشر CAC40: يتكون من 40 ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس.

-ألمانيا

-مؤشرDAX: يحتوي على 30 ورقة مالية تمثل 70 % من رسملة البورصة.

اليابان

-مؤشر Nikkei: يحتوي على 225 ورقة مالية تمثل حوالي 70 %من رسملة بورصة طوكيو.

5-2-بعض مؤشرات الأسواق الناشئة

-SETindex تايلاندا

TSEindex تايوان

HANA SANG indexهونغ كونغ

JSEindex إندونيسيا

KLSEindex ماليزيا

5-3-مؤشرات الأسواق العربية

BSE البحرين

CMA مصر

ASE الأردن

KSE الكويت

BSI لبنان

MASI المغرب

MSM عمان

CBQ قطر

NCFEI السعودية

BVMT تونس

NBAD الإمارات العربية المتحدة.

المحور السابع: الأسواق المالية الإسلامية

تختلف قدرة المجتمعات البشرية على تحقيق التنمية الاقتصادية على التنظيم الاجتماعي الذي يمكن من خلاله تحقيق الاستغلال الأمثل للموارد الاقتصادية التي يملكها المجتمع.

وتمثل الأسواق المالية قاعدة رئيسية للنمو الاقتصادي المعاصر، بدون رواجها لا يمكن لأي اقتصاد تحريك المدخرات إلى قنوات الاستثمار بما يؤدي إلى تحقيق وظائف الأسواق المالية وأهدافها.

وفي ظروف التنمية التي تمتزج بتزايد حجم نشاط المؤسسات الاقتصادية التي تلتزم بالعمل بأحكام الشريعة الإسلامية، قامت سوق المال الإسلامية في عدد من البلدان الإسلامية المعاصرة، مما ساعد على طرح أوراق مالية خاصة بها لتغطية احتياجات التمويل طويل الأجل من جهة، وتحقيق هدف التكامل المالي بين الدول الإسلامية من جهة أخرى، وكل ذلك من أجل تحقيق الإستغلال الأمثل للموارد المتاحة في هذه المجتمعات.

1-ماهية الأسواق المالية الإسلامية

تختلف تعريف الأسواق المالية الإسلامية عن الأسواق المالية التقليدية بكون مبادئها تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وفيما يلي تعريفها ومبادؤها.

1-1-تعريف الأسواق المالية الإسلامية

السوق المالية الإسلامية أحد أجهزة الوساطة المالية الهامة في الإقتصاديات المعاصرة، بكون هذا الجهاز يوفر للمستثمر الضمان، السيولة، والربحية، والتوازن بين هذه الأهداف يعد طموح أي مستثمر، ولهذا السبب إهتم الباحثون في الإقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق وذلك من خلال إستحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لكي يتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين التعامل بهذه السوق بدلا من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها، ويظهر الوجه الإسلامي لهذه السوق والذي يميزها عن السوق العادية أو التقليدية إلتزامها في كل عناصرها بأحكام وقيم وتوجيهات الإسلام كما يتضح من التحليل التالي:[1]

من حيث البضاعة (الأوراق المالية) المتداولة في هذه السوق فهي ما يلي:

-الأسهم: حسب الضوابط التي ذكرت من قبل في المحور فكل أسهم الشركات أيا كان نوع نشاطها يمكن قبوله في السوق المالية الإسلامية ما عدا الأسهم المحرمة أي التي تعتمد عن شركات تتعامل بالمحرمات أو بأساليب محرمة شرعا.

-الصكوك بأنواعها كصكوك الإجارة، صكوك المشاركة،صكوك المضاربة، صكوك المرابحة، صكوك السلم وصكوك الإستصناع، والتي سنتناولها بالتدقيق فيما يستقبل، ومن الجدير بالذكر انه يمكن إشتقاق صكوك أخرى من هذه الصكوك بتعديل في بعض شروط الإصدار، وهكذا يتضح أن السوق المالية الإسلامية تتميز عن السوق المالية

(1):www.ar.financialislam.com .

العادية بوفرة البضاعة وتنوعها، فليست مقصورة على الأسهم فقط وإنما على أنواع عدة فضلا على أن البضاعة فيها تعبر عن أموال مستثمرة في إقتصاد حقيقي وليست بضاعة مفترضة مثل المشتقات.

من حيث المتعاملين: في البداية فإن عمل الشركات العاملة في الأوراق المالية جائز شرعا، وبالتالي يوجد بالسوق الإسلامية السماسرة والشركات تكون المحافظ وشركات الإكتتاب والتغطية والمقاصة وغيرها، ومن جانب آخر فإن التعامل في السوق المالية الإسلامية ليس مقصورا فقط على المؤسسات المالية والإسلامية، ولكن تتعامل فيها المؤسسات الأخرى التقيدية بل غير المسلمين، فعلى سبيل المثال فإن البنك الإسلامي للتنمية أصدر صكوك إجارة عام 2003 بمبلغ 400 مليون دولار وطرحها للإكتتاب العام ومع أن العملية تمثل إصدارا إسلاميا لآ أنها جذبت مشترين من مؤسسات تقليدية إكتتبت في حوالي 70%من الإصدار ومنها بنوك كركزية من دول عديدة إكتتبت في حوالي 40%من ال 70%.

من حيث أساليب وصور التعامل: إن التعامل في السوق الإسلامية يتم وفقا للأحكام الشرعية، وبالتالي تم الإلتزام في إصدار الأوراق المالية والصكوك بالأحكام المنظمة للعقود الشرعية المؤسسة عليها مثل عقد المرابحة، المشاركة، المضاربة، السلم، والإستصناع، كما يتم الإلتزام في تداولها بالأحكام والقيم الإسلامية وبصور البيع المقبولة شرعا، وبالتالي فلا يوجد فيها تعامل بالمشتقات حسبما يجري العمل به في السوق التقليدية، ولا بالمستقبليات بالصورة التي تتم بها بل بطريقة بيع السلم، ولا الشراء بالهامش أوالبيع على المكشوف وبالجملة فكل أساليب وصور التعامل التي تجري في الأسواق التقليدية غير الجائزة شرعا لايتم التعامل بها، ومع الأخذ في الإعتبار الإلتزام بالقيم الإسلامية الخاصة بالصدق، الأمانة، عدم الغش، والتدليس.

1-2-مبادئ الأسواق المالية الإسلامية

تقوم السوق المالية الإسلامية على جملة من المبادئ أهمها:[1]

1-2-1-الإلتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية

بشكل عام تدخل الإسلام بهيكل السوق حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفؤة الشريقة، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق ولم يتدخل الإسلام بآلية السوق (العرض والطلب) لأنها من الحريات، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل وكافي لأداء السوق بكفاءة.

1-2-2-الإستثمار الحقيقي وليس الوهمي

في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الإستثمار أو الإسترجاع ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول إحتكارية في هذه الأسواق، لكن في السوق الإسلامية لاتوجد مثل هذه المضاربات لأن

---

[1] : هشام السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص 293 .

الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الإستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع والإجارات وغيرها من العقود. بالإضافة إلى ذلك، فإن الإسلام قد حرم الإحتكار فقال عليه الصلاة والسلام" المحتكر ملعون والجالب مرزوق"

1-2-3-المساهمة الحقيقية في التنمية الإقتصادية

إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الإقتصاد أن تكون الإستثمارات فيه حقيقية وهذا ما تتميز به الأسواق المالية الإسلامية، وهذا مبدأ مهم من مبادئ الإقتصاد الإسلامي حيث أنه لايوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الإقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية.

2-الصكوك الإسلامية

منحت للصكوك الإسلامية العديد من التعريفات، وإزدادت أهمية إصدارها نتيجة العديد من العوامل وإمتازها بالعديد من الخصائص التي تميزتها عن باقي الأدوات المالية التقليدية.

2-1-مفهوم الصكوك الإسلامية

يقصد بالصكوك الإسلامية" تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول زمن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول".[1]

أما هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عرفتها بأنها" وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط إستثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب وبدء إستخدامها فيما أصدرت من أجله"[2]

وإنطلاقا مما سبق يمكن إعتبار الصكوك الإسلامية على أنها" وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أو نشاط إستثماري مباحا شرعيا، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية مع الإلتزام بالضوابط الشرعية.

2-2-أهمية الصكوك الإسلامية

لقد إزدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل، من أبرزه :[3]

-إن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يوضح مدى سعة وحكمة وتكامل النظام الإسلامي.

-إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لإستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي بما يساهم في إمتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات لإدارة السيولة الفائضة لديها.

---

(1) : طارق الله خان، أحمد حبيب، إدارة المخاطر- تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية-،ط1، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003 ص 55 .

(2):هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار 17، البحرين، 2007، ص 288.

(3) : حسين حسين شحاتة، عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية،ط2، دار اليازوري، 2011، ص 127 .

-تلبي إحتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنموية بدلا من الإعتماد على سندات الخزينة والدين العام.

-تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها.

-الصكوك أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.

ويتضح مما سبق ونتيجة لزيادة الإهتمام بإصدار الصكوك الإسلامية وتوسعها، سيؤدي حتما إلى زيادة تداول الأدوات المالية وتنشيط السوق المالية الإسلامية وتجاوبها مع إحتياجات المدخرين والمستثمرين والدولة بآليات تستبعد الفوائد المحرمة شرعا.

2-3- أهداف الصكوك الإسلامية

تتمثل الأهداف الأساسية لإصدار الصكوك الإسلامية فيما يلي:[1]

-المساهمة في جمع رأس مال تمويل إنشاء مشروع إستثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين، وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الإكتتاب فيها رأس مال المشروع.

-تسعى إلى الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع وتطويرها، وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية، ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع الإستثمارية طويلة الأجل.

-تحسين القدرة الإئتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطاب التصنيف الإئتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها، ومن ثم يكون تصنيفها الإئتماني مرتفعا.

2-4-خصائص الصكوك الإسلامية

هناك خصائص نميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الإستثمار الأخرى، ساهمت في إنتشارها إنتشارا واسعا، تتمثل فيمايلي:[2]

2-4-1-تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة

إن مقتضى المشاركات التي يقوم عليها مبدأ إصدار الصكوك من حيث العلاقة بين المشتركين فيها هو الإشتراك في الربح والخسارة بصرف النظر عن صيغة الإستثمار المعمول بها، حيث تعطي لمالكها حصة من الربح، وليس نسبة محددة مسبقا من قيمتها الإسمية، وحصة حملة الصكوك من أرباح المشروع أو النشاط الذي تموله تحدد

---

(1) : أشرف محمد دوابة، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق،ط1، دار السلام، القاهرة، 2009، ص 27 .

(2):نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، عالم الكتب الحديثة، الأردن، 2014، ص 234.

بنسبة مئوية عند التعاقد، فمالكوها يشاركون في غنمها حسب الإتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم، وفقا لقاعدة الغنم بالغرم.

2-4-2-وثائق تصدر بإسم مالكها بفئات متساوية القيمة

تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة لأنها تمثل حصصا شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط إستثماري خاص، وذلك لتيسير شراء وتداول هذه الصكوك، وبذلك يشبه الصك الإسلامي السهم الذي يصدر بفئات متساوية ويمثل حصة شائعة في صافي أصول الشركة المساهمة، كما أنه يلتقي في ذلك مع السندات التقليدية والتي تصدر بفئات متساوية.

2-4-3-تصدر وتتداول وفقا للشروط والضوابط الشرعية

تخصص حصيلة الصكوك للإستثمار في مشاريع تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تقوم على أساس عقود شرعية وفقا لصيغ التمويل الإسلامية كالمشاركات والمضاربات وغيرها، بضوابط تنظم إصدارها وتداولها.

3-أنواع الصكوك الإسلامية وضوابط إصدارها

أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشرة نوعا من الصكوك الإسلامية، غير أن الصكوك الأكثر إنتشارا يمكن حصرها في الأنواع التالية:[1]

3-1-صكوك المضاربة

وهي " أوراق مالية تعرض للإكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فتمثل عامل المضاربة (المستثمر)، ويتمثل مالكو الصكوك أصحاب رأس المال".[2]

وتأخذ صكوك المضاربة العديد من الصور كصكوك المضاربة المطلقة، صكوك المضاربة المقيدة وصكوك المضاربة المستردة بالتدرج وصكوك المضاربة القابلة للتحويل.

المصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الإكتتاب هي رأس مال المضاربة، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت.

ويجوز تداول صكوك المضاربة بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع، أما قبل بدء النشاط فتراعى ضوابط التصرف في النقود (الصرف)، وفي حال بيع الموجودات بثمن مؤجل فتراعى ضوابط بيع الدين.

---

(1) : حسين حسين شحاتة، مرجع سابق، ص 72 .

(2):حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية-أداءها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، ط1،دار اليازوري، 2011، ص 127.

3-2-صكوك المشاركة

وهي" عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الإكتتاب في إنشاء مشروع إستثماري، ويصبح موجودات المشروع ملكا لحملة الصكوك، وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركة يتعين أحد الشركاء لإدارتها بصيغة الوكالة بالإستثمار.

ولصكوك المشاركة العديد من الأنواع كصكوك المشاركة المستمرة والمؤقتة وصكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها، وصكوك المشاركة في مشروع معين تكون الإدارة لجهة أخرى.

المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه فير مشروع معين والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الإكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها، طما تتحدد آجال صكوك المشاركة بالمدة المحددة للمشروع محل عقد المشاركة، ويستحق حملة صكوك المشاركة حصة من أرباحها بنسبة ما يملكون من صكوك، وتوزع الخسارة عليهم بنسبة مساهمتهم.

3-3-صكوك المرابحة

وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.

والهدف من إصدار صكوك المرابحة هو تمويل عقد بيع بضاعة مرابحة، كالمعدات والأجهزة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري مرابحة نيابة عن حملة الصكوك، وتستخدم المؤسسة المالية حصيلة الصكوك في تملك بضاعة المرابحة وقبضها قبل بيعها مرابحة.

المصدر لصكوك المرابحة هو البائع لبضاعة المرابحة، والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الإكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المرابحة بمجرد شراء شركة الصكوك لهذه السلعة مرابحة، وهم بذلك يستحقون ثمن بيعها، يجب أن تكون بضاعة المرابحة في ملك وحيازة مدير الإصدار، بصفته وكيلا عن حملة الصكوك من تاريخ شرائها وقبضها من بائعها الأول وحتى تاريخ تسليمها لمشتريها مرابحة، يكون ربح حملة الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المرابحة ودفع مصروفاتها نقدا وثمن بيعها للمشتري مرابحة على أقساط مؤجلة، يجوز تداول صكوك المرابحة بعد قفل باب الإكتتاب وشراء البضاعة وحتى تاريخ تسليمها للمشتري مقابل ثمن مؤجل أو يدفع على أقساط ويخضع لقيود التصرف في الديون بعد تسليم البضاعة للمشتري وحتى قبض الثمن المؤجل وتصفية العملية.

3-4-صكوك الإستصناع

هي صكوك تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمنا لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثمن البيع .

فالمصدر لصكوك الإستصناع هو الصانع (البائع) والمكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الإكتتاب هي تكلفة للمشروع، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة، ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع العين المصنوعة في الإستصناع الموازي إن وجد، وتتحدد آجال صكوك الإستصناع بالمدة اللازمة لتصنيع العين المبيعة إستصناعا وفبض الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك.

3-5-صكوك السلم

تمثل ملكية شائعة في رأسمال السلم لتمويل شراء سلع يتم إستلامها في المستقبل ثم تسوق على العملاء ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع، وذلك بعد إستلامها وقبل بيعها، وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع، وتعتبر صكوك السلم أداة متميزة لجذب الموارد المالية للحكومات والشركات والأفراد الذين يعملون في إنتاج زراعي أو صناعي أو تجاري، فمن ثمن بيع بضاعة آجلة يستطيع المنتج أن يمول عمليات الإنتاج.

3-6-صكوك الإجارة

تعرف على أنها" عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع إستثماري يدر دخلا، والغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية صكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية".

وتعتبر صكوك الإجارة صكوك ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة لمالكي الصكوك، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب قيمتها السوقية، كما تمثل صكوك الإجارة حصة مشاعة في ملكية أصول متاحة للإستثمار، وهي أشهر أنواع الصكوك إنتشارا.

وتتميز صكوك الإجارة بصلاحيتها للوسائط المالية لتمويل العديد من المشروعات، كما تتمتع بمرونة على مستوى الإصدار أو على مستوى التداول، وتوفر للمؤجر إيرادا ثابتا وشبه مستقر.

وصنفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الإجارة إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، صكوك ملكية المنافع وصكوك ملكية الخدمات .

3-7-صكوك المزارعة

وتحمل هذه الصكوك قيما متساوية يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل التكاليف الزراعية بموجب عقد المزارعة ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بحسب الإتفاق المذكور في العقد.

المصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض مالكها أو مالك منافعها، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (اصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الإكتتاب هي تكاليف الزراعة.

وقد يكون المصدر هو المزارع صاحب العمل والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشتريت الأرض بحصيلة إكتتابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض .

3-8- صكوك المساقاة

وهي وثائق متساوية الفيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد، وصكوك المساقاة يصدرها مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل عمليات السقي والرعاية ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة.

المصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر، والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الإكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر، وقد يكون المصدر هو الساقي (صاحب العمل)، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة إكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الشجار.

4 - منهجية وإجراءات التعامل في الأسواق المالية الإسلامية

إن تحدي المنافسة القوية للأسواق المالية المعاصرة يفرض على الأسواق المالية الإسلامية استحداث أوراق مالية بعيدة عن دائرة الربا المحرم شرعا, وتنظيم تداولها وطرق التعامل بها فيها, ويتعلق الأمر بعمليات السمسرة, وأوامر البورصة, وتسعير الأوراق المتداولة وتنفيذ وتسوية الصفقات, وسداد قيمها,..الخ.

وبالإضافة إلى ذلك، فقد قام رجال الفقه المعاصرين بدراسة الأوراق المالية السائدة في الأسواق على أساس القواعد الشرعية، فاستبعدوا منها كل ما هو مرتبط بنظام الفائدة (بشكل مباشر وغير مباشر)، وأجازوا منها ما كان قائما على مبدأ المشاركة في الربح أو الخسارة، وبشرط أن يكون النشاط الممول عن طريق الأوراق المالية حلالا.[1]

4-1- في مجال الوساطة في السوق المالي الإسلامي (دور سماسرة الأوراق المالية)

السمسار هو "وسيط حر"لا يقدم أي ضمان بالوفاء ويقتصر دوره في توضيح وتقديم المعلومات الكافية حول موضوع الصفقة (المبلغ, الأجل, وعمليات التنفيذ), على أن يتقاضى عمولة مقابل عمله, تحدد من قيمة الصفقة, والسمسار هنا قام بدور الوكيل في عملية إبرام الصفقة (عملية البيع والشراء), فلا يظهر اسمه في هذه الأخيرة, بينما يظهر فقط اسم وإمضاء المتعاقدين.

4-2- في مجال أوامر البورصة في السوق المالي الإسلامي

إن عملية الوساطة (السمسرة) السابقة تقوم أساسا على تنفيذ محتوى الصفقة بأمر من العميل، (سواء ما تعلق منها بالشراء او البيع) مع تحديد طريقة التنفيذ للسمسار بكل وضوح(من حيث الكمية، الأجل،

[1] : عبد الرحمن يسرى أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الإسكندرية، الدار الجامعية،2004، ص 351.

والسعر...)، وقد يترك الأمر إلى السمسار حسب ما يراه ملائم، ويراعي في ذلك دائما الحفاظ على مصلحة موكله(العميل).

وهذه العملية (الأوامر) إجراء مقبول في الشريعة الإسلامية، على شرط أن يكون هذا التوكيل (تنفيذ الأمر)، ومهما اختلفت أنواعه وأشكاله، يدخل في باب الحلال وموضوعه جائز شرعا.

4-3-تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي

نظام التسعير للأوراق المالية في السوق المالي يخضع عادة لقانون العرض والطلب كما في أي سوق، بالرغم من أن السوق المالي يحتاج إلى معلومات دقيقة وسريعة وصحيحة, **في** تحديد السعر, فهذا القانون يتفق مع ما جاءت به الشريعة, على أن يسود هذا السوق المنافسة المشروع بين المتعاملين, والابتعاد عن جميع أوجه الاحتكار المحرم شرعا، والذي يؤثر سلبا على المستوى العام للأسعار في السوق المالي, فالحرية في التعامل والصدق والتراضي بين الأطراف المتعاقدة هو الذي يساعد قانون العرض والطلب على استخراج السعر الملائم والصحيح, بهدف منع الضرر، وتحقيقا للمصلحة العامة.

4-4- تنفيذ وتسوية الصفقات في السوق المالي الإسلامي

إذا تم تنظيم معاملات السوق المالي, بنفس الضوابط السابقة الذكر من مشروعية أدواتها المالية, وإجراءاتها العملية من تسعير, ووساطة وتنفيذ للأوامر, فهي سوق مالية مشروعة, طالما أن العقود المبرمة في هذه سوق تضمن حقوق المتعاملين وتحافظ على مصالحهم, وتدخل في مجال الأعمال الجائزة شرعا. وبالتالي يتم تنفيذ وتسوية الصفقات في السوق المالي من غير ضرر أو قلل.[1]

4-5-عمليات المضاربة في السوق المالي الإسلامي

لقد تعددت آراء الفقهاء حول جواز عمليات المضاربة في السوق المالي الإسلامي، حيث يذهب البعض إلى استبعادها من معاملات أية سوق إسلامية للأوراق المالية, بدليل أنها مخالفة لقواعد المعاملات ولأضرارها على النشاط الاقتصادي عامة, ويصنفها الفقهاء كنوع من البيوع الفاسدة, وشكل من المقامرة, ومن جهة أخرى يذهب بع الباحثين المعاصرين إلى أن المضاربة في البورصة من حيث أنها بيع وشراء الأوراق المالية لا شيء فيها طبقا للرأي القائل بعدم اشتراط نية المشاركة عند شراء الأسهم, وإن وجود المخاطرة في عمليات المضاربة لا شيء فيه أيضا, لأن الأصل في التجارة المخاطرة, ولكن يشترط أن تكون المخاطرة محسوبة ومبينة على قدرة تنبئية لدى المضارب, إلا كانت نوعا من المقامرة, وتدخل ضمن الممارسات غير الأخلاقية, خاصة إذا رافقها احتكار وتضليل

[1] : أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلام، القاهرة، 2006، ص 87 .

في المعلومات التي تتعلق بأسلوب التعاقد, فالمضاربة حسب هذا الرأي جائزة إذا جردت مما علقت بها من الشوائب بأسلوب العقد والممارسات غير الأخلاقية المصاحبة لها،

ويكيف الاقتصاد الإسلامي هذه الممارسات بوضع قيود وإجراءات تحد من توسعها مثل: [1]

. استخدام السياسة الضريبية, مع مراعاة النمو في سعر هذه الضريبة حسب مدة الاحتفاظ بالورقة.

. تحديد نسبة الاستثمار في الأوراق المالية لكبار المتعاملين, فلا يمكنهم التأثير على السوق وتوجيهه نحو المضاربة.

. وضع قيود على تغير الأسعار (أي التسعير) في حالة الضرورة.

. فرض عقوبات على من يحاول أن يثير نشاط غير أخلاقي من مثل عمليات التزوير والكذب.

5-تحديات تواجه السوق المالي الإسلامي

إضافة إلى التحديات السالفة الذكر والمتعلقة بتطوير بعض الوراق المالية المحرمة وتكييفها أو اقتراح بدائل عنها تكون صالحة للتداول في السوق المالي الإسلامي، وكذا توضيح منهجية وإجراءات التعامل فيه، يوجه السوق المالي الإسلامي تحديات أخرى من حيث جوانبه التنظيمية والإدارية والجغرافية والشرعية، ومن حيث تنمية القدرة على التنافس ومواجهة الأزمات المالية.

5-1-من الناحية التنظيمية والإدارية

إن الشكل الإداري والتنظيمي الذي تتخذه المؤسسات العاملة في مجال الأوراق المالية تحكمه السياسة الشرعية التي يقررها ذوو الاختصاص في هذا الشأن، على حسب ما تقتضيه المصلحة العامة، وليس ثمة نص شرعي يمنع من اتخاذ شكل معين او تنظيم معين، وليس من قيد عليها إلا قيد المصلحة التي تحققها أو المفسدة التي تمنعها، فالهدف من السوق المالي الإسلامي هو تحقيق المصالح المشروعة وتلبية المتطلبات التنموية المفيدة، مما يشجع ويحفز المؤسسات على الدخول في هذه السوق بكل إمكانياتها المالية والتنظيمية.

5-2-من حيث التوسع الجغرافي

لقد أثبتت الأسواق المالية الإسلامية قدرتها على التواجد في كثير من دول العالم الإسلامي، كما انتشرت المعاملات المالية الإسلامية في كثير من الأسواق العالمية المعاصرة، ويعتبر ذلك مؤشر على قدرة الأسواق المالية الإسلامية على الانتشار في كل الأقطار، وهو مؤشر نجاح وقدرة الأوراق المالية الإسلامية على المنافسة حتى في الأسواق التي لا تطبق أحكام الشريعة الإسلامية، فقد فتحت فروع للأسواق المالية الإسلامية داخل الأسواق

[1] : شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، دار الفكر، دمشق، 2001، ص 87 .

التقليدية لحماية الأوراق المالية الإسلامية وهذا ما حدث فعلا في العديد من الأسواق مثل: سوق الكويت للأوراق المالية، البحرين والباكستان وإيران, وكذا وجود معاملات إسلامية أو مقبولة إسلاميا في أسواق المال في بريطانيا.

5-3- من حيث فقه وأسس الزكاة في الأوراق المالية

لقد توصل الفكر الاقتصادي والمالي الإسلامي إلى مجموعة من القرارات التي تستحق الدراسة والاستفادة منها في التطبيق المعاصر وترجمتها إلى صورة عملية تساعد المسلم أو المؤسسة التي تنشط في السوق المالي الإسلامي، في تحديد وقياس زكاة الأوراق المالية، وتصميم نماذج محاسبة يسترشد بها المسلم المالك لهذه الأوراق في حساب زكاتها.

ويعتبر هذا العنصر عامل تميز وتأكيد على شرعية المعاملات المالية في السوق المالي الإسلامي من ناحية، ودليل إثبات لإنصافه وعدالته وارتباطه مع باقي مؤسسات الاقتصاد الإسلامي من ناحية أخرى، ويمثل هذا عاملا ايجابيا يساهم في زيادة القدرة الذاتية للسوق المالي الإسلامي على مواجهة التحدي التي تفرضه المنافسة الخارجية للأسواق المالية المعاصرة.

6-صعوبات وإقتراحات لتطوير الصكوك الإسلامية

تواجه الصكوك الإسلامية العديد من الصعوبات تطلبت إقتراحات لتطويرها.

6-1-صعوبات تطوير الصكوك الإسلامية

رغم التطور الذي تشهده الصناعة المالية الإسلامية في العديد من النواحي، وتزايد الطلب عليها محليا ودوليا على تداول الصكوك الإسلامية، فإنه لم يرافق ذلك تطور متكافئ على مستوى العرض، ومن أبرز التحديات التي تواجه تطوير الصكوك الإسلامية ما يلي:

6-1-1-الإختلافات الشرعية

تواجه الصكوك الإسلامية حملات متزايدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرهم، حيث يبالغون أحيانا في تشددهم ويحرمون هذه الصكوك أو المنتجات المالية الإسلامية لأقل الشبهات، وهو ما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك، مما يؤدي إلى تراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر أو إنخفاض في الأرباح.

-غياب الإطار التشريعي والتنظيمي: ينظم عمل هذه الإصدارات ويوحدها وخاصة بالنسبة للإختلافات الشرعية التي تظهر من فترة إلى أخرى حول شرعية بعض الصكوك الإسلامية.

6-1-2-التصنيف الإئتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية

لابد من إصدار الصكوك الإسلامية من تصنيفها إئتمانيا من قبل وكالات تصنيف إئتمانية دولية، وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك تخفض كثيرا من العوائد المتوقعة.

6-1-3-نقص الشفافية في بعض الإصدارات

الأمر الذي دعا إلى الحصول على تصنيف إئتماني من مؤسسات التصنيف الإئتماني، وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الإكتتاب في بعض الإصدارات.

6-1-4-نقص الموارد البشرية المؤهلة

لقد عرفت صناعة الخدمات المالية الإسلامية تطورا سريعا، إلا أنها بقيت تعاني من نقص واضح في الموارد البشرية المؤهلة والمدربة في مجال التعامل بالأدوات المالية الإسلامية، ومما لاشك فيه إن ضعف العاملين سيفرض تهديدا من حيث المخاطر التشغيلية، ويعيق في نفس الوقت إمكانية نمو وتطور تداول الصكوك الإسلامية.

6-2-إقتراحات لتطوير الصكوك الإسلامية

لقد ساهمت الأزمة المالية العالمية في تعزيز الثقة بقوة في النموذج المالي الإسلامي وقدرته على الإستدامة، حيث أظهرت تلك الأزمة قدرة هذا القطاع على البقاء بعيدا عن أزمات الأسواق العالمية، حيث يتوقع أن يكون هناك إقبال كبير خلال المرحلة المقبلة على الصكوك الإسلامية ليس فقط في السوق المحلية أوفي البلدان الإسلامية، بل حتى في الدول العربية، مما حتم ضرورة تطويرها وإبتكارها حتى تتوافق مع متطلبات المرحلة، وذلك من خلال توفر المرتكزات الآتية:

6-2-1-التوثيق والإفصاح للمعلومات والرقابة

وذلك لضمان الإلتزام بالضوابط الشرعية في المعاملات، التي تتأسس على علاقات صحيحة ومعلومة، حفظا لأموال الناس من العبث والتصرفات الفاسدة، وحماية المدخر، وترشيد المستثمر، إن السوق المالي الإسلامي الذي تتداول فيه الصكوك الإسلامية لا تنظم إلا إذا تحقق فيها الإفصاح الكامل، وذلك بتوفير ونشر المعلومات والبيانات المالية، فيتخذ المدخرون قراراتهم بناء على الأوضاع الحقيقية للمؤسسات، وبذلك تقوم عملية الرقابة من واقع البيانات والمعلومات مما يعزز الجدية والأمان.

6-2-2-توفر سوق مالية إسلامية كفؤة

العمل على إنشاء سوق مالية إسلامية تضمن تسويق المؤسسات المالية الإسلامية منتجاتها من خلالها، وتأمين السيولة اللازمة لها حيث أن هذه المؤسسات تواجه تحديات كبيرة وعوائق عديدة في تسويق منتجاتها وإيجاد التمويل المناسب لها من خلال الأسواق التقليدية، فيجب أن تتميز هذه الأسواق بالعمق والإتساع حتى تجد الصكوك الإسلامية مجالا للتسييل، ودور هذه السوق يتمثل في توسيع قاعدة المتعاملين، وتشجيع المستثمرين، كما تساعد على التسعير الكفء للصكوك والتخصيص الأمثل للموارد المالية، وتتيح السوق المالية تعبئة الموارد المالية عن الإصدارات العامة بدلا من اللجوء إلى المدخرين بصفة مباشرة.

6-2-3-توفير مراكز معلومات

من الضروري توفر النظام المالي الإسلامي على مراكز للمعلومات عن الفرص الإستثمارية وربحيتها والمستثمرين وأوضاع الشركات والسوق والأسعار، والمنافسة وتحليلها وتصنيفها وتقديمها إلى متخذي القرار، حيث تصدر القرارات المالية على أساس معلومات صحيحة، وهي عملية ضرورية لترشيد القرار ورفع الكفاءة.

6-2-4-التميز في خدمة المجتمع

على المصارف الإسلامية طرح صكوك تلبي الإحتياجات التمويلية للقطاعات النفعية والخيرية، من خلال الإستفادة من الأفكار المتعلقة بالزكاة والوقف والصدقات وفي المصادر الفقهية وتطبيقها في الواقع العملي، حتى تتميز في خدمة المجتمع وتلبية حاجاته الروحية.

7- السوق المالية الإسلامية الدولية

إن الإلمام بماهية السوق المالية الإسلامية الدولية يتطلب الإشارة لنشأتها وعضويتها، أعمالها ونشاطاتها، وواقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية بها.

7-1-تأسيس السوق وعضويتها

أنشئت السوق المالية الإسلامية الدولية في البحرين سنة 2002 بفضل الجهود المشتركة للمصارف المركزية في كل من البحرين وماليزيا وإندونيسيا والسودان وبروناي والبنك الإسلامي للتنمية، حيث إتخذت البحرين مقرا لها بإعتبارها من أكبر المراكز للمؤسسات المالية الإسلامية إذ يوجد بها 38 مؤسسة وعدد من المؤسسات المساندة للمؤسسات المالية الإسلامية مثل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف ومركز إدارة السيولة والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، ومركز التحكيم والمصالحة الإسلامي، ويتكون تنظيمها مما يلي:[1]

تتشكل إدارة السوق المالية الإسلامية الدولية من لجنتين أساسيتين هما اللجنة الشرعية التي تختص بتقرير مدى إنسجام الأدوات الإستثمارية مع مبادئ الشريعة الإسلامية ولجنة أخرى للتطوير والدراسات ورئيس تنفيذي .

أما الأعضاء المؤسسون للسوق هم البنك الإسلامي للتنمية، مؤسسة نقد البحرين، بنك إندونيسيا، ليوان أفشور فانينشال سيرفس كممثل للبنك المركزي بماليزيا، بنك السودان، وإنضمت إليها بعد ذلك عدة بنوك إسلامية وبعض الشركات ومن لهم صلة بالمؤسسات المالية الإسلامية وبلغ عدد الأعضاء حتى الآن 53مؤسسة مثل بنك أبو ظبي الإسلامي وبيت التمويل الكويتي والبنك الإسلامي الأردني وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، ومكتب المحاسبة العالمي أرنست ويونج ، وسوق إسطنبول للأوراق المالية وجات هامس المملكة المتحدة، والباب مفتوح لقبول أعضاء جدد، وهؤلاء الأعضاء منهم أعضاء مؤسسون، ومنهم أعضاء كاملي العضوية، ومنهم أعضاء فقط، إضافة إلى مراقبين.

---

[1] : نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح ، مرجع سابق، ص 197 .

وظهرت السوق المالية الإسلامية الدولية كمؤسسة أخذت على عاتقها المساهمة في تطوير أسواق رأس المال والنقد الإسلامية، وبالتالي خلق السوق الثانوي للأدوات المالية الإسلامية، كما تركز السوق المالية الإسلامية على المصادقة على الأدوات المالية المتداولة أو التي سيتم تداولها بين المؤسسات المالية الإسلامية والمصارف التقليدية والنوافذ الإسلامية في المصارف التقليدية، ومن خلال هذه العملية يمكن تقريب وجهات النظر بين الآراء الفقهية المختلفة مما يسهل قبولها وتداولها في أهم الأسواق المالية الدولية، كذلك العمل على إعداد معايير موحدة تحكم عمليات إصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية تبعا لمقتضيات السوق المالية الإسلامية، وتهدف السوق الإسلامية الدولية إلى:[1]

-تحقيق رؤية السوق بتحفيز البنيتين التحتيتين التجاريتين الداخلية والخارجية.

-إبتكار منتجات وتدفق المعلومات بقوة بمعايير ومحددات دقيقة وشفافة ومضبوطة.

-تأمين القبول والتكامل المتوافق مع إتجاهات السواق.

7-2-أعمال ونشاطات السوق المالية الإسلامية الدولية

تسعى السوق المالية الإسلامية الدولية إلى أن تكون لاعبا فاعلا في تطوير سوق رأس المال وسوق النقد الإسلامية وفي عمليات الإدراج المتبادلة بعدما أثبتت المصارف الإسلامية قدرتها على جذب رؤوس الأموال من أكبر عدد ممكن من المتعاملين ، وفي كونها آلية لجمع المدخرات لأن الكثير من المستثمرين والعملاء يريدون التعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، فإذا تمكنت هذه المصارف من تقديم خدمات مماثلة للمصارف التقليدية، فإنها ستكسب الكثير في السوق المصرفية مستقبلا، ويمكن إيجاز بعض أعمال السوق فيما يلي:[2]

وقعت السوق المالية الإسلامية الدولية مذكرة تفاهم خلال جانفي 2004 بغية تعزيز التعاون بين الدول الأعضاء والذي يعتبر أيضا هدفا من أهداف السوق المالية الإسلامية الدولية.

وفي إطار تعزيز التعاون بين السوق المالية الإسلامية الدولية وسوق البحرين للأوراق المالية تم في جوان 2004 إتفاق الطرفان على زيادة فعالية المشاريع التي يقوم بها من أجل المصلحة المشتركة، وتبادل الخبرات والمعلومات لتسهيل عمليات إدراج ومتاجرة الأدوات المالية الإسلامية عالميا، إضافة إلى التعاون لتحسين السيولة في السوق.

نظمت بالسوق المالية الإسلامية الدولية جلسة عمل مع بنك الدولة بباكستان ومؤسسة نقد البحرين لتطوير السوق الثانوية للأدوات المالية الإسلامية، وفي نفس الإطار قامت في أفريل 2007 بتنظيم ورشة عمل فنية عالية المستوى عن سوق تطوير منتجات سوق الصكوك الإسلامية ونظام إدارة المخاطرة للمؤسسات المالية الإسلامية على الصعيد الدولي.

---

(1) : نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح ، مرجع سابق، ص 197 .

(2):www.iifm.net.

كما قامت السوق المالية الإسلامية الدولية في شهر مارس 2010 وبالتعاون مع الإتحاد الدولي للمقايضات والمشتقات، بنشر الإتفاقية الرئيسية للإتحاد الدولي للمقايضات، وتمثل الإطار العام أو المستند المنظم الذي يتم الترحيب به باعتباره خطوة أساسية وجوهرية في سياق تطوير صفقات التحوط المتفقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما تعتبر الإتفاقية بمثابة الخطوة الأولى نحو وضع مجموعة متكاملة من التأكيدات والإصلاحات الضرورية في القانون ، إضافة إلى المزايا والمنافع الأخرى التي تفيد سوق الخدمات المالية الإسلامية، وفي شهر ديسمبر 2010 تم طرح الوثائق النهائية لبعض المنتجات الإسلامية كالتحوط وعقود مرابحة الخزينة بهدف توحيد أدوات تمويل الصناعة الإسلامية عالميا، وذلك من البيان الصادر خلال إجتماع عقد في جاكرتا الذي حضرته العديد من المؤسسات الدولية التي تعنى بالصيرفة الإسلامية.

7-3-واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية حسب نشرات السوق المالية الإسلامية الدولية

ويتم إصدار الصكوك الإسلامية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية والتعامل بها تحت رقابة اللجنة الشرعية، وتختلف أحكامها تبعا لإختلاف العقد أو الصيغ الإستثمارية التي صدر الصك على أساسها، ويخضع تداولها للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول، ويحسب العائد على أساس نسبة من الربح المتحقق، أما واقع إصدارها وتداولها فيتم التطرق إليه فيما يلي: [1]

7-3-1-الحجم الكلي للصكوك الإسلامية المصدرة

حققت سوق الصكوك الإسلامية معدلات مرتفعة في حجم إصداراتها وإنتشارها بالرغم من التراجع الذي عرفته السوق المالية العالمية بسبب تداعيات الأزمة الأخيرة، و شهد إصدار الصكوك الإسلامية رواجا واسعا منذ إنطلاقه سنة 2001، حيث زاد حجم الإصدارات المحلية بمقدار ثلاثة أضعاف من 5.645 مليار دولار سنة 2004 إلى 17.897سنة 2006، أما حجم الإصدارات العالمية فبلغت قيمته 2.253 مليار دولار سنة 2004 و 10.605 مليار دولار سنة 2006، ولقد سجل الإصدار المحلي أكبر إصدار سنة 2007 بقيمة 34,997 مليار دولار أي بنسبة 32%، في حين يلغ حجم الإصدار العالمي 13.811 مليار دولار بنسبة31%، وذلك نظرا لفائض السيولة الذي ظهر في المصارف الإسلامية نتيجة الطفرة النفطية التي عرفتها خاصة دول الخليج التي عملت على البحث على فرص نوظيف تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، أما سنة 2008 عرفت تراجعا بنسبة 54%حيث بلغ حجم الإصدار المحلي قيمة 16.252 مليار دولار، وبلغ حجم الإصدار العالمي 2.140 مليار دولار مسجلا إنخفاضا كبيرا بنسبة 85 %، وذلك بسبب إنعكاسات الأزمة المالية العالمية التي دفعت المستثمرين بالإبتعاد عن الإستثمار في الأدوات ذات العائد الثابت بما فيها الصكوك الإسلامية لأن هذه الأداة مازالت حديثة، لتعرف بعدها الصكوك الإسلامية المحلية إرتفاعا سنة 2009 ليبلغ

(1):www.iifm.net, Op-cit.

قيمة 17.885 مليار دولار، أما الإصدار العالمي لنفس السنة فيبلغ 8.7 مليار دولار، إلا أن حجم الإصدار المحلي تضاعف سنة 2010 ليبلغ 42.623 مليار دولار، في حين بلغ حجم الإصدار العالمي 4.658 مليار دولار، وذلك بسبب زيادة المشاريع والبرامج الإتفاقية الضخمة التي أطلقتها الحكومات، بالإضافة إلى التحسن الكبير الذي عرفته الصناديق السيادية، وعودة الحركية الإقتصادية لدى القطاع الخاص، والتوجه العالمي نحو الصكوك الإسلامية.

7-3-2- إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب جهات الإصدار

تهيمن الشركات على عمليات إصدار الصكوك حيث بلغت نسبتها 63%سنة 2010، يليها الحكومة بنسبة 34% سنة 2010 من إجمالي السوق، أما المؤسسات المالية فبلغت نسبتها 3%، حيث تزايد إهتمام الحكومات بإصدار الصكوك بإعتبارها طريقة لتنويع مصادرها التمويلية، فمثلا قامت في نفس السنة كل من حكومة ألمانيا بإصدار 123 مليون دولار، وتركيا ب 100 مليون دولار واليابان ب100 مليون دولار.

7-3-3-إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب النوع

تنوعت إصدارات الصكوك الإسلامية في السوق، خلال الفترة 2001-2010، حيث عرفت السوق نموا وتطورا من حيث أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة، فصكوك الإجارة إحتلت المرتبة الأولى إذ بلغت نسبتها 35%سنة 2010 وذلك نتيجة تزايد إصدار صكوك تأجير حكومية في كل من ماليزيا، إندونيسيا، والبحرين، لتأتي صكوك المشاركة في الرتبة الثانية بنسبة 30%، إلا أن أهم إرتفاع عرفته صكوك المرابحة إذ بلغت نسبتها 28%سنة 2010، في حين كانت تبلغ نسبتها 12%سنة 2009، كما سجلت صكوك المضاربة والسلم خلال نفس السنة نسبة 5% و2%على التوالي .

7-3-4-إصدارات الصكوك الإسلامية حسب الدول

بقيت ماليزيا متربعة على سوق الصكوك الإسلامية سنة 2010، وذلك بنسبة 58.51% متبوعة بكل من الإمارات والسعودية بنسبة 16.33%، 7.78على التوالي، تبعتها السودان بنسبة 6.62% والبحرين بنسبة 3.19% وإندونيسيا بنسبة 2.36%، كما بلغت نسبة الإصدار في كل من باكستان وقطر 1.75%و1.27%على التوالي، ولقد عرفت سوق الصكوك الإسلامية دخول متعاملين جدد كالمملكة المتحدة بنسبة 0.14 %وألمانيا بنسبة 0.06% واليابان بنسبة 0.05 %.

1- المراجع باللغة العربية

-إبراهيم سلطان وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.

-أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2003.

-إبراهيم سلطان، محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000 .

-أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000،.

-أحمد جلال، الأزمة المالية، ندوة غير منشورة، جمعية الاقتصاد السياسي، نوفمبر 2009.

-أشرف محمد دوابة، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، القاهرة، ط1، 2009 .

-أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلام، القاهرة، 2006 .

-بريان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، ترجمة دار الفاروق، القاهرة، ط2، 2007.

-بن علي بن عزوز وآخرون، إدارة المخاطر-المشتقات المالية-الهندسة المالية، دار الوراق، الأردن، 2013.

-حسن فليح خلف، الأسواق المالية والنقدية، مؤسسة الوراق، عمان، ط1،2006.

-حسين حسين شحاتة، عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية،ط2، دار اليازوري، 2011 .

-الحمصي محمد رائد، حقيقة المشتقات المالية، مؤسسة القدس للنشر، دمشق، 2005 .

-حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية-أداءها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري، ط1، 2011 .

-ديفيدسون ألكسندر، المضاربة في البورصة، دار الفاروق، القاهرة، 2006.

-رسمية قرياقص وعبد الغفار حنفي، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006 .

-رسمية قرياقص، عبد الغفار حنفي، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.

-رضوان سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، ط1، 2005 .

-زهية زرفة، بورصة القيم المتداولة وأهمية الوساطة في عمليات البورصة مع دراسة حالة بورصة الجزائر، رسالة ماجستير، معهد العلوم الإقتصادية ، جامعة الجزائر، 2001 .

-سبابو كهينة، ترابط الأسواق المالية وإنعكاساتها على بلدان العالم الثالث، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2001.

-سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار الناشر للجامعات، مصر، ط1، 2005.

-السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقديةا في عالم متغير، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2010 .

-شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، دار الفكر، دمشق، 2001 .

-شمعون شمعون، البورصة _ بورصة الجزائر _ ، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر،ط2، 1993.

-صالح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.

-صلاح الدين حسن السيسي، الأسواق المالية، دار الفكر العربي، الإسكندرية،2009 .

-صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، دار غريبة للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2003.

-ضياء مجيد، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.

-طارق الله خان، أحمد حبيب، إدارة المخاطر- تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية-، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 2003.

قائمة المراجع

-طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.

-عبد الحميد صديق عبد البر، النقود والبنوك وأسواق المال الدولية، كلية التجارة بالاسماعلية، 1999.

-عبد الرحمن يسرى أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الإسكندرية، الدار الجامعية،2004 .

-عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.

-عبد العال حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003 .

-عبد العزيز سمير محمد، التأجير التمويلي ومداخله المالية، الدار الجامعية، 2000.

-عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية،2002.

-عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية ،ط2 ،2007.

-عبد الغفار حنفي، الإستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.

-عبد الغفار حنفي، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001 .

- عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، 2003.

-عبد اللطيف أحمد سعد، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، مصر،2000 .

-عبد النعيم مبارك، محمود يونس، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

-عدنان نايه النعيمي، الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان،2007 .

-عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 1991.

-فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية ،2009 .

-ماضي محمد توفيق، تمويل المشروعات، دار الفكر العربي، القاهرة، 1972.

-محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، الجزء I.

-محمد عقل فلح، مقدمة في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، 2008.

-محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2003 .

-مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي،الإسكندرية، 2009.

-عهـــد الدراســـات الم، إضاءات مالية ومصرفية ، العدد الثاني، الكويت، جانفي2010.

-منير إبراهيم الهندي، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، ط2، 2006.

-منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط2، 2006.

-منير إبراهيم هندي، صناديق الإستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2002 .

-منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية،2006 .

-مؤيد عبد الرحمن الدوري وسعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012 .

-ناصر دادي عدوني، إقتصاد المؤسسة ، دار المحمدية العامة، الجزائر، ط1، 1998.

-نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، عالم الكتب الحديثة، الأردن، 2014 .

-هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار 17، البحرين، 2007 .

-هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية(دراسة فقهية إقتصادية مقارنة)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2010.

-وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2003.

2- المراجع باللغات الأجنبية

-A,CHOINEL, G.ROUYER , le marche financier structures et acteurs, 6ème édition, tome 2, Dunod , Paris,2000.

B.JACQUUILLAT et B.SOLNIK, Marchés financières , géstion de portefeuille et des risques, 3ème édition, Dunod, Paris, 2009.

-AL-SUWAILEM, SAMI, Hedging in Islamic Finance, Publications of Islamic, DevelopmentBank, Paper N°10, 2006.

-G.DEPALLENS et J-P.JOBARD, Géstion financière de l`entreprise, Dalloz, Paris 12ème édition, 2003.

- P.VERNIMMEN, Finance d`entreprise, Dalloz, Paris , 4ème édition ,2005.

-HULL J.C, Options, Futures, and other Derivatives, Pearson, Paris, 7ème Edition, 2009.

-JEAN LOUVIS BESSON, Monnaie et finance, office des publication universitaires, Ben Aknoun 1993.

-JEAN MICHEL ,Finance d'entreprise et finance de marché, Hermas publication ,Paris,2007.

-DELAHAYE FLORENCE ,Finance d'entreprise , Dunod ,Paris,2007.

-P.CONSO, La géstion financière de l`entreprise, Dunod, Paris ,7ème édition, tome 2.

-JEAN-FRENCOIS GAUX, Economie monétaire et financière et théorie d' institution politique, Edition. économica, Paris, 2000.

-KUNHIBAVE, SHERIN, Derivatives in Islamic Finance, publication of International Shariat Academy for Islamic finance Paper N°7, 2010 .

-P.BALLEY, La bourse mythe et réalité, Edition hatièr, Paris, 2ème édition, 2000.

-PAUL IACQUE LEHMANN, La bourse de paris,7ème édition, tome 2, Dunod, Paris.

-PATRICE VIZZAVONA, Géstion financière, 9ème édition , Atool, Paris, 2004.

-OLIVIER, La bourse ses mecanismes, gérer son portfeuille, réussir ses placement,14eme édition, Encyclopedie delmas, 2000 .

-المواقع الإلكترونية

-www.iifm.net.

-www.americanblog.com.

-www.ar.financialislam.com.