



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد حمدة لخضر - الوادي -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



مطبوعة في مادة:

الأسواق المالية

موجهة إلى طلبة السنة الثالثة ليسانس علوم اقتصادية - تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي -

إعداد:

الدكتور: عادل زقير

أستاذ محاضر-أ-

جامعة الوادي

الدكتور: كريمة حبيب

أستاذ محاضر-ب-

جامعة الوادي

السنة الجامعية: 2018-2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

| الصفحة | العنوان |
|--------|--|
| أ | مقدمة |
| 20-1 | الفصل الأول: الاسواق المالية (المفهوم – الأنواع - الوظائف) |
| 40-21 | الفصل الثاني: الأدوات المالية المتداولة |
| 55-41 | الفصل الثالث: عقود المعاملات في الأسواق المالية |
| 66-56 | الفصل الرابع: عمليات البورصة |
| 114-67 | الفصل الخامس: الأسواق المالية الإسلامية |
| 115 | خاتمة |
| 116 | قائمة المراجع |

يستقطب التمويل اهتمام العديد من الاقتصاديين لارتباطه الوثيق بالتنمية في شقيها الاقتصادي والاجتماعي. وبالرغم من تعدد أساليب التمويل المتاحة، إلا أن السبل الكفيلة بالاستخدام الأمثل لتلك الأساليب وجعلها مُكملة لبعضها البعض يشكل التحدي الأكبر لأي اقتصاد.

وقد أدت العولمة الاقتصادية إلى تحولات عميقة في أغلب دول العالم من خلال تحرير اقتصاداتها، وبداية التخلي عن هيمنة القطاع العام وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة، مما جعل الأسواق المالية تتصدر اهتمام السياسة والاقتصاديين، وأصبحت بذلك تحتل مكانة أساسية في الوساطة المالية من خلال ما توفره من تعبئة للمدخرات ودورها في التخصيص الأمثل للموارد، فأنشئت أسواق رأس المال في العديد من الدول النامية، كما تم دعم وتطوير الأسواق القائمة لمواكبة التغيرات التي مسّت المالية الدولية.

ومن هذا المنطلق، نسعى من خلال هذه المطبوعة إلى تعريف الطلبة وإكسابهم بعض المعارف المتعلقة بالأسواق المالية، وذلك من خلال التطرق إلى عدة محاور تشمل:

- وضع مفهوم للسوق المالية وتحديد وظائفها و أنواعها؛
- التعريف بالأدوات المالية المتداولة في السوق المالية؛
- توضيح أهم عقود المعاملات في الأسواق المالية؛
- تحديد أهم العمليات التي يتم إجراؤها في البورصة؛
- التطرق إلى الأسواق المالية الإسلامية من حيث المفهوم، الوظائف، الضوابط، الأدوات والأهمية.

الفصل الأول: الأسواق المالية (المفهوم، الوظائف، والأنواع)

تمهيد:

لقد أصبحت الأسواق المالية مصدرا هاما من مصادر التمويل المحلي والدولي أيضا، كونها الأداة التي من خلالها يتم تعبئة الادخار من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي وتوجيهها نحو الأنشطة الاقتصادية المحتاجة لها، ويكون لها دورها في تحفيز النمو الاقتصادي والمساهمة في أداء الكثير من الوظائف المالية والاقتصادية.

مما جعلها تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار لقطاعات الفائض ومصدرا حيويا لتمويل قطاعات العجز، فأصبحت الوسيلة المناسبة لتمويل خطط التنمية الاقتصادية والتوجيه السليم للموارد الاقتصادية، وتوفير السيولة اللازمة لها.

إن سوق رأس المال بتنظيماته وتصنيفاته يمثل ركنا أساسيا من أركان الهيكل التمويلي في الاقتصاديات ذات الحرية الاقتصادية، ولقد برز هذا أكثر في العقد الأخير من القرن العشرين نتيجة لتطور الفن المالي وتكنولوجيا المعلومات، وظهور الأدوات المالية المستحدثة وزيادة التعاملات على المشتقات المالية بكل أنواعها. ومن خلال هذا الفصل سنحاول وضع الخطوط العريضة للطبيعة الأسواق المالية من خلال التعرف على مفهومها، نشأتها، أنواعها والوظائف التي تضطلع بها خدمة للاقتصاد الوطني.

وفيما ظهرت الأسواق النقدية المحلية، وازداد الاهتمام بسعر الفائدة بإصدار سندات الخزينة لفترات متوسطة وطويلة الأجل، بالإضافة لنمو نشاط الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي في السوق المالي، وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق أي «البورصات» بالإضافة إلى وجود سوق نقدي متقدمة، مما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجرى فيه.

خامسا-المرحلة الخامسة:

هي مرحلة اندماج الأسواق النقدية المحلية في الأسواق المالية الدولية، بحيث تساعد كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها، وتتمثل هذه المرحلة الحلقة المتطورة في نمو النظام المالي داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية والعامة فيها، وقد تتحول بعض المؤسسات والأسواق المحلية إلى مؤسسات أو أسواق مالية دولية. في هذه المرحلة تنتقل منها وإليها رؤوس الأموال المختلفة وذلك بفضل التقدم التكنولوجي وزيادة الاتصالات وزيادة المبادلة بين البلدان المختلفة كما أن التطور المالي بلغ في هذه المرحلة أقصى مداه إذ يتفرع الوسطاء الماليون ويتخصص كل منهم في واحدة أو أكثر من الأوراق المالية.

ولقد ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الصناعي والاقتصادي التي مرت بها معظم دول العالم، ولا سيما الدول الرأسمالية، وقد جاء انتشار الشركات المساهمة وإقبال على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي كان في بادئ الأمر يتم على قارة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وانجلترا وأمريكا. ثم استقر الأمر بعد ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيم بعد بأسواق الأوراق المالية " البورصات " .

لذلك فإن الأسواق الموجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم، إلا أن السلع المتداولة في تلك الأسواق، وكذلك الوسائل والأساليب لتبادل تلك السلع هي التي تغيرت عبر التاريخ، وذلك نظرا لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية ولتغير احتياجات الأفراد ولتطور سبل الاتصال بينهم.

المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية

أثبتت الأسواق المالية خلال فترات الطويلة الماضية دورها الفعال في كافة الاقتصاديات وتكمن أهميتها فيما يلي:

- نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية وهذا ما يحفز هؤلاء على الاستثمار في هذه الأسواق من خلال قنوات المعلومات المختلفة؛
- تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين من خلال رفع عوائد مدخراتهم التي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين من خلال الاكتتاب في الأسهم والسندات؛
- تسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأشخاص والمؤسسات كأطراف اقتصادية؛
- تربط الأسواق المالية النشاطات قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل؛
- وهذا ما ساهم في تحقيق المزيد من تراكم المصادر التمويلية في الأسواق المالية؛
- توفر من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية من خلال تحليل عوامل الطلب والعرض لهذه الأدوات؛
- ضمان التوازن من خلال الحفاظ على النمو المستقر لجانب هام من عوائد الأدوات الاستثمارية عن طريق عمليات التحوط؛
- تعد مرجعا لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد؛
- إلزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التبادل يضمن مناخا استثماريا يتسم بالشفافية، فوجود الأسواق المالية يمكن الأفراد من الحصول على البيانات والمعلومات الخاصة بالشركات والاستثمارات المجدية والتي تدر عائدا جيدا بالنسبة لهم.

المبحث الثاني: وظائف الأسواق المالية ومقوماتها

لقد زاد الاهتمام بالأسواق المالية في السنوات القليلة الماضية لما لها من أهمية في الحياة الاقتصادية حيث تتطلب جميع الأموال وتوظيفها إذ يتوقف هذا التجميع بدوره على الادخار والاستثمار فالبنوك التجارية لا تستطيع تمويل هذا النوع من الاستثمار المتوسط وطويل الأجل نظرا لقلّة الأموال المتاحة من جهة وزيادة مخاطر الاستثمار لتمويلها من جهة أخرى خاصة في الدول النامية.

المطلب الأول: وظائف الأسواق المالية

للأسواق المالية وظائفها ذات الأثر الإيجابي في الاقتصاد، وهذا الأمر معروفا ومعترف به أيا كانت السليبيات التي تظهر في أداء الأسواق المالية أو الأزمات التي تحدث أحيانا بسبب بعض آلياتها وتعدد وتنوع وظائف الأسواق المالية بجناحيها المتعلق بالعمل المصرفي والمتعلق بالأوراق المالية، والتي نحاول إيجازها من خلال النقاط التالية¹:

أولا- جلب الادخار:

تساهم الأسواق المالية في تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم. فمن خلال توفير مجالات متعددة لتشغيل الأموال المدخرة، - وخاصة بالنسبة إلى الذين تزيد دخولهم على مصروفاتهم، ولا يتوافر لديهم الوقت الكافي لمتابعة مشاريع استثمارية يرغبون في إقامتها- فإن ما يوفره الاستثمار في سوق الأسهم من فرص استثمارية جيدة يحفز المدخرين على زيادة مدخراتهم والاستفادة من الفرص الاستثمارية في السوق، ويوفر رأس المال الكافي للشركات القيام بالاستثمار ومتابعة أعمالها.

ثانيا-تسهيل الحصول على الائتمان:

والمقصود به اقتراض النقود مقابل وعد بالوفاء في المستقبل حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للحصول على الائتمان لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم الشروط المناسبة.

ثالثا-تسهيل الحصول على السيولة:

تعتبر الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية (الأسهم والسندات وما شابهها) إلى نقد جاهز عند الحاجة.

رابعاً: المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار:

يقلل الاستثمار في السوق المالي من مخاطر ضياع المدخرات والأموال إذا استثمرها المدخر بنفسه في مجالات أخرى لا يملك خبرة كافية فيها. كذلك يلغي الاستثمار في أسواق المال واحدا من أخطار الاستثمار بوجه عام وهو خطر شح السيولة إذ يمكن للمستثمر بيع الأسهم بسهولة وبسرعة وتسييلها عند الحاجة إلى النقود، فالأسواق المالية تساهم في تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال الأساليب التالية:

(أ) التأمين: وذلك بالتأمين ضد نتائج بعض المخاطر وخاصة في مجال الاستثمار الحقيقي.

(ب) التنوع: تساعد الأسواق المالية كثيرا على التنوع فالمستثمر بمقدوره أن لا يستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة.

¹ ??? ? ??? ? ? ? ? ? 09-11.

ج) التحوط: أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية والسلع التي قد تسوء في المستقبل فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة بتاريخ محدد ويسعر يتفق عليه من الآن.

خامسا-المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية:

وذلك عن طريق البنك المركزي، حيث يستعمل هذا الأخير أسلوب عمليات السوق المفتوحة والمقصود بها أنه إذا أراد البنك المركزي محاربة التضخم فإنه يلجأ إلى سحب جزء من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك، فيطرح في الأسواق المالية سندات وأذون خزينة وبيعها بأسعار تعود على مشتريها بفوائد والعكس.

سادسا-زيادة معدلات النمو الاقتصادي ودعم خطط التنمية:

يسهم تمويل المشاريع والاستثمارات المدرجة في سوق الأسهم في زيادة الإنتاج من السلع والخدمات وفي نمو الاقتصاد؛ وهو ما يؤدي إلى زيادة الفرص الوظيفية للباحثين عن العمل، كذلك يسهم انتقاء أسهم شركات بعينها في توجيه الأموال والمدخرات نحو المشاريع الأكثر جدوى وربحية

كما تساعد الأسواق المالية الحكومات في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق. وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزنة العامة ذات الأجل المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالاً لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

سابعا- الرقابة على ادارة الشركات:

تعتبر البورصة جهة رقابية خارجية غير رسمية على كفاءة سياسات الشركات التي يتم تداول اوراقها المالية في البورصة، فالشركات التي تتبع ادارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عال من الكفاءة تتحسن اسعار اسهمها في البورصة ، اما الشركات التي تتبع ادارتها سياسات غير كفؤة فإنها تنتهي إلى نتائج اعمال غير مرضية وتتجه أسعارها اسهمها في السوق نحو الهبوط .

سابعا - جلب الاستثمارات الأجنبية:

تسعى الأسواق المالية للجذب الاستثمارات إذ تعمل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها.

المطلب الثاني: مقومات نجاح الأسواق المالية:

لنجاح الأسواق المالية يقتضي توفر شروط ومقومات بعضها موضوعي وبعضها الآخر شكلي كما يلي:

الفرع الأول: المقومات الموضوعية:

- تبني فلسفة اقتصادية واضحة قائمة على الثقة في قدرات السوق على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد للفرد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي؛
- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة؛ لأن هذه المؤسسات تساعد على زيادة المدخرات وتشجيع عمليات الاستثمار وتنميتها، عن طريق لعب دور الوسيط بين من يملك المال ولا يرغب بالاستثمار، ومن لا يملك المال ويرغب بالاستثمار، وهذه العملية تشجع على تكوين الشركات المساهمة العامة التي يتم تداول أسهمها في السوق المالي؛

- تنظيم الأسواق المالية من خلال وتوفير المعلومات المختلفة وتنظيم المعاملات التجارية وكذا إلزام المؤسسات المالية بالأنظمة والقوانين؛
- إنشاء بورصات للأوراق المالية: حيث أن إنشائها يشكل ركنا أساسيا من أركان السوق المالي، وتعتبر هذه البورصات من أجهزه الادخار والاستثمار الهامة في الدول، والتي تقوم بتحويل الأموال المدخرة إلى أموال مستثمرة في مشروعات قائمة أو في طور التكوين؛
- الحرية الكاملة في التعامل في السوق؛
- توفر الإطار التشريعي المرن القادر على الاستمرار والتكيف مع المستجدات والمتغيرات الاقتصادية وعلى تسهيل وعلى تحريك رؤوس الأموال مع توفير الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل .
- وجود حجم كافي من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق مقابل وجود طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض والمتمثل في المشاريع ذات الجودة الاقتصادية والربحية المغربية؛

الفرع الثاني: المقومات الشكلية

لا يقتصر نجاح السوق المالي على العوامل الموضوعية فقط بل لابد من توافر عوامل شكلية أيضا وهي كالآتي:

- الوضع أو الموقع الجغرافي للسوق المالي ومدى قربه أو بعده عن الأسواق الدولية؛
- وجود جهاز مصرفي متكامل: يعتبر الجهاز المصرفي ومؤسساته ذات قدرة على مسابقة التطورات الاقتصادية وبالتالي هو بمثابة دعامة أساسية لوجود سوق مالي وذلك بصفته وسيط مالي يعمل على تعبئة الادخار
- نمو الوعي الادخاري وارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد؛
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة: وهو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس الأموال وهو ذو أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين أجانب، وعلى الدولة أن تؤمن لهم انتقال رؤوس أموالهم إلى بلدانهم، كما تسعى إلى التخفيض من التضخم والسيطرة عليه لتشجيع انتقال رؤوس الأموال وكذا تشجيع الاستثمار.
- وجود نظام ضريبي مرن وغير مغالى في أسعاره؛
- عدم وجود قيود رقابة على الصرف.
- الاستمرارية والتنظيم أي أن السوق المالية سوق مستمرة من خلال: الحرية التامة بين المتعاملين، والعدد الكاف منهم الذي يضمن الاستمرارية والاستقرار وعدم الاحتكار من قبل فئة من المتعاملين، بالإضافة إلى تعدد وتنوع الأوراق المالية المطروحة والمتداولة وذلك بزيادة عدد الشركات.
- وجود أنظمة كفأه للإفصاح المالي والمعلوماتي عن واقع الشركات والسوق وتحليل النشاط الاقتصادي.

المبحث الثالث: أنواع الأسواق المالية

وهي تلك السوق التي يجري فيها التعامل في الأوراق التجارية «الكمبيالات» وأذون الخزانة بالشراء «الخصم» والبيع، ويمثل شراء «خصم» هذه الأوراق جانب الطلب عليها، سواء طلب البنوك التجارية وحدها كما هو الحال في جمهورية مصر العربية مثلا، أو طلب بيوت الخصم كما هو الحال في المملكة المتحدة مثلا، أما جانب عرض الأوراق التجارية، فيتمثل في عرض «بيع» هذه الأوراق من جانب حملتها في سوق الخصم.

ويلاحظ أنه حتى في البلاد التي توجد فيها بيوت الخصم المتخصصة كالمملكة المتحدة فإن البنوك التجارية هناك كثيرا ما تعيد خصم (شراء) الأوراق التجارية التي تكون بيوت الخصم قد خصمتها من قبل، إذ أن الخصم يعتبر بالنسبة للبنوك التجارية خط الدفاع الثاني، فالأوراق التجارية وأذون الخزانة أكثر الأصول سيولة بعد النقود وودائع البنوك لدى البنك المركزي، ويمكن للبنوك التجارية أن تتخير خصم (شراء) تلك الأوراق التجارية التي تحمل مواعيد مختلفة للاستحقاق تتلائم مع محفظة الأوراق التجارية لدى تلك البنوك، وبذلك تضمن البنوك سيولتها يوما بعد يوم.

ب) أسواق القروض قصيرة الأجل:

يتضمن هذا السوق جميع القروض التي تعقد لأجل قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون أطراف هذه السوق المشروعات والأفراد من ناحية والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة من ناحية أخرى ففي بعض أسواق النقد الأوربية كإنجلترا وألمانيا يصل الحد الأدنى إلى ليلة واحدة بحيث يتم تجديد آجال القروض يوميا. ويحق لهذه البنوك عدم التجديد لهذه القروض إذا اضطرتها ظروفها الخاصة لدعم أرصدها النقدية.¹

ثانيا- التقسيم الثاني: وفيه تقسم السوق النقدية إلى:

أ) سوق ما بين البنوك:

توفر سوق ما بين البنوك إمكانية مبادلة فوائض أو عجزات البنوك بالنقد المركزية فهذه السوق المسماة بسوق النقود المركزية لمؤسسات القرض وبعض المؤسسات المالية أما الوكلاء الاقتصاديين غير الماليين ليس لهم مكان في هذه السوق.

ب) سوق الأصول المالية القابلة للتداول:²

تشكل سوق الأصول المالية الخاصة بالحقوق القابلة للتداول القسم الثاني للسوق النقدية، وهذه كما أسلفنا الذكر عنصر قصير ومتوسط الأجل ضمن مجال الأسواق المالية. وقد أدى نمو سوق الأصول المالية القابلة للتداول إلى التأثير بشكل كبير على التطور الأخير للسوق ما بين البنوك، لكونها أبرزت إيجابية دخول كل الأعوان الاقتصاديين ووفرت إمكانية التوظيف لأجل قصير ومتوسط وهذه الأصول المالية أصبحت بشكل تدريجي وسيلة ضمان أكثر فعالية بين مؤسسات القرض خاصة في حالة أذونات الخزينة.

الفرع الثالث: تنظيم السوق النقدية وشروط قيامها

| | | | | | | | | | |
|----|---------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| ?? | ? ? ? | ? ? ? ? ? | ?? ? ? ? ? ? | ?? ? ? ? ? ? | ?? ? ? ? ? ? | ?? ? ? ? ? ? | ?? ? ? ? ? ? | ?? ? ? ? ? ? | ?? ? ? ? ? ? |
| ? | ? ? ? ? | ?? ? ? ? ? ? | ?? ? ? ? ? ? | ?? ? ? ? ? ? | ?? ? ? ? ? ? | ?? ? ? ? ? ? | ?? ? ? ? ? ? | ?? ? ? ? ? ? | ?? ? ? ? ? ? |
| | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | |

أولاً- تنظيم السوق النقدية:¹

تعتبر السوق النقدية مصدراً أساسياً تلجأ إليه البنوك التجارية بهدف إعادة تجديد سيولتها، وتوظيف فوائدها النقدية عن طريق عرضها في هذه الأسواق، حيث يتلاقى فيها المقرضين والمقترضين وعادة ما يتم عن طريق الوسطاء الذين يعملون على ربط الصلة بين مختلف المتدخلين باستعمال مختلف وسائل الاتصال السلكية واللاسلكية.

1) المتدخلون على مستوى السوق النقدي:

ينشط على مستوى السوق النقدية نوعين من المتدخلين:

- المتدخل الرئيسي: ويتكون من البنك المركزي والبنوك التجارية.
- المتدخل الإضافي: ويتكون من مختلف المؤسسات المالية غير المصرفية والتي لا تلعب نفس الدور على مستوى هذه السوق حيث هناك:

أ) المؤسسات التي تلعب دور المقرضة:

ويتمثل نشاطها الأساسي في استقبال الأموال والبحث عن توظيفها لأجل طويلة في الغالب، وتتكون أساساً من المؤسسات المالية غير المصرفية، فتدخل هذه الأخيرة في السوق النقدية لتوظيف فوائدها المالية في استثمارات مختلفة وعموماً، تعرف الأسواق النقدية في معظم دول العالم هذا النوع من المؤسسات ومن أمثلتها، شركات التأمين، صناديق التقاعد، شركات الادخار والتوفير... الخ.

ب) المؤسسات التي تلعب دور المقرضة:

وهي خصوصاً بنوك القرض متوسط وطويل الأجل والتي لا تسمح لها قواعد العمل باستقبال ودائع الجمهور، وبالتالي فهي تتسم بضعف بعض الموارد الضرورية لمباشرة نشاطها وأحسن مثال على ذلك بعض المؤسسات المالية المتخصصة وبنوك التنمية، كما يسمح للخرزينة العمومية القيام بهذا الدور.

ت) المؤسسات ذات الدور المختلط:

وتتمثل في مختلف المؤسسات المالية المصرفية، بحيث تدخل هذه الأخيرة بصفتها مقرضة تارة ومقرضة تارة أخرى، كما قد تقوم بالدورين في نفس الوقت ولكن لأجل مختلفة، ومن أمثلتها: البنوك التجارية على وجه الخصوص بالإضافة إلى الدور الذي يؤديه البنك المركزي على مستوى السوق النقدية كمتدخل رئيسي في إعادة تجديد سيولات البنوك التجارية.

2) الوسطاء في السوق النقدية :

هناك نوعين من الوسطاء بإمكانهما التدخل في السوق النقدية لربط الصلة بين جماعة المقرضين والمقترضين وهما: السماسرة وبيوت الخصم.

■ السماسرة:

السمسار هو "وسيط حر"، لا يقدم أي ضمان بالوفاء فبمجرد إبرام العملية، يرسل لكل طرف بطاقة يوضح فيها طبيعة العملية، مبلغها، تاريخ الاستحقاق والمعدل المتفق عليه، بالإضافة إلى ذلك فإن السمسار يتقاضى عمولة تمنح له من طرف المقرض، وهي نسبة مئوية من الصفقات التي يعقدها، إلا أنه لا يتاجر باسمه الشخصي فلا يظهر اسمه في الصفقة بينما يظهر فقط اسم وإمضاء المتعاقدين.

■ بيوت الخصم:

وهي تأخذ شكل بنوك أو مؤسسات مالية يسمح لها بالقيام بدور الوسيط في السوق النقدية، فتقترض من طرف بعض المؤسسات من أجل إعادة إقراضها لجهات أخرى سواء بنفس تاريخ الاستحقاق، بحيث يكون الفارق في معدل

¹ ?? ? ? ? ? : 83-84.

لسوق رأس المال بل هو أحد أشكال الحصول على الموارد لذلك يمكن تعريف سوق رأس المال بأنه السوق الذي يتعامل فيه كل من أصحاب الأموال والمستثمرين بعقود طويلة الأجل»¹.

التعريف الثالث: وهي «أسواق متخصصة في الاستثمارات بعيدة المدى والتي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة وتتعامل بشكل رئيسي بالأسهم (العادية والممتازة) والسندات سواء كانت هذه الأدوات تعود لشركات خاصة أو مؤسسات حكومية أو خزينة مركزية أو مصالح إقليمية»².

ومن خلال التعاريف السابقة يمكننا القول إن أسواق رأس المال بصفة عامة هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل سواء كانت هذه الأوراق تمثل سند ملكية كالأسهم أو تمثل سند مديونية كالسندات، وهذه الأوراق المالية يمكن أن تصدر عن منشآت الأعمال أو الحكومات أو مؤسسات إقليمية ودولية.

وبعد التعرف على هيكل السوق المالية الذي يتشكل من السوق النقدية وسوق رأس المال، نستنتج أن المدى الزمني للأصول هو أحد الفوارق الأساسية بين سوق النقد وسوق رأس المال (أسواق الأوراق المالية).

ثانيا- خصائص أسواق رأس المال:

لسوق رأس المال مجموعة من الخصائص التي تميزه عن بقية الأسواق الأخرى نذكر أهمها:

- تتسم سوق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق الأخرى وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق لذا نجد في معظم البلدان إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في سوق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية؛
- تتميز سوق الأوراق المالية بالمرونة وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات، كما أنها سوق واسعة عن غيرها من أسواق السلع التي تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت³؛
- يتميز الاستثمار في سوق رأس المال بأنه أكثر خطورة وأقل سيولة نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه ذات آجال طويلة تتحمل مخاطر سعرية وسوقية، كما أنه يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق رأس المال يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة⁴؛
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها من قبل كي يتم تنشيط الاستثمار فيه وكذا توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل مما يزيد سرعة تداولها؛
- تعتبر أسواق رأس المال أسواق جملة وتجزئة في نفس الوقت حيث تعقد فيها صفقات ضخمة وأخرى صغيرة حسب حاجة المتعاملين وطبيعتهم.

ثالثاً- أهمية سوق رأس المال:

تتجلى أهمية أسواق رأس المال من خلال مجموع الوظائف التي تؤديها في الاقتصاد الوطني والتي اختصارها في مجموع النقاط التالية¹:

1. توفير السيولة للمستثمرين وعملهم على استثمار أموالهم في أسواق رأس المال.
2. توفير السيولة للمستثمرين وعملهم على استثمار أموالهم في أسواق رأس المال.
3. توفير السيولة للمستثمرين وعملهم على استثمار أموالهم في أسواق رأس المال.
4. توفير السيولة للمستثمرين وعملهم على استثمار أموالهم في أسواق رأس المال.

- تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد الوطني؛
- تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية لمشاريعهم القائمة؛
- من خلال سوق رأس المال يتمكن حملة الأوراق المالية لتحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة؛
- مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، أي أن أسعار هذه الأوراق المالية تعد مؤشر للتنبؤ بالحالة المستقبلية للوحدات الاقتصادية المدرجة في هذه الأسواق؛
- حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في أسعار السندات إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا يلحق الخسائر بأصحابها.

الفرع الثاني تقسيمات أسواق رأس المال

وهناك تقسيمين رائجين لهذه السوق هو التقسيم حسب الأجل والتقسيم حسب الوظائف:

أولا - التقسيم حسب الأجل:

حسب هذا التقسيم فإن أسواق رأس المال تتكون من قسمين هما:

1) الأسواق الأجلة:

وهي الأسواق التي تتعامل بالأسهم والسندات من خلال عقود واتفاقيات تبرم بين المتعاملين يتم من خلالها تحديد سعر الأوراق المالية محل العقد وتاريخ مستقبلي لتنفيذه، والهدف من هذه الأسواق هو محاولة تجنب أو تخفيض المخاطر المتعلقة بتقلبات الأسعار ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية. وتتمثل أهم العقود المستخدمة في هذه الأسواق: عقود الخيارات المالية، العقود المستقبلية، عقود المبادلات وعقود الريبو «Repo».

2) الأسواق الحاضرة:

وهي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (أسهم وسندات)، والتي تم تسليمها وتسليمها فور إتمام الصفقة، ويطلق على الأسواق الحاضرة بالأسواق العاجلة.² وتنقل ملكية الورقة المالية للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة.³ وفي آجال أقصاها 48 ساعة.

ثانيا- التقسيم حسب الوظائف:

من أجل أن تؤدي سوق الأوراق المالية دورها على أكمل وجه فهي تنقسم إلى قسمين السوق الأولي (سوق الإصدار) والسوق الثانوي (سوق التداول).

1) السوق الأولية: (سوق الإصدار):

وتعرف على أنها: «السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة أو التوسع في رأس مال الشركات في صورة أوراق مالية⁴، وتتم هذه العملية عادة عن طريق المؤسسات المصرفية أو بنوك الاستثمار... إلخ⁵». ونشير هنا إلى أن عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار يمثل في نفس الوقت الطلب على

1. ?? ?? ? ? - ?? ?? - ??? ? ?? ?? ? ? ? 2008 ? : 07.

2. ? ? ? ? ? « ? ?? - ? » ?? ? ? ? ? ? ? ? 2004 ? ? ? ? ? .24.

3. ? ? ? ? ? ? ? ? « ? ? - ?? ?? ? ? ? ? ? ? ? ? 1998 ? ? ? ? .11:

4. ? 2005 ??? ? .22?

5. ?? ?? ? ? ? ? ? ? ? ? .30?

الاستثمار¹. إذ أن سوق الإصدار يهدف إلى السماح للوحدات الاقتصادية (مؤسسات، حكومات) بتغطية حاجاتهم من رؤوس الأموال المتحصل عليها من خلال الإصدار الجديد للأوراق المالية.

ويتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاثة أساليب نذكرها فيما يلي:

■ أسلوب البيع المباشر:

ويتم من خلاله قيام الشركات المصدرة نفسها ببيع الأوراق المالية التي تعود إليها مباشرة إلى المستثمرين في الأسواق دون تدخل وسطاء مقابل الحصول على الثمن النقدي، وذلك لتوفير الجهد وعدم الإلزام بالتسجيل في البورصة إلا أنه قد يترتب على هذا الأسلوب تكاليف مالية وشروط قاسية نظرا لعدم توفر الخبرة.²

■ أسلوب المزاد:

وهو أسلوب تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية لتصريف ما لديها من أوراق مالية، ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم العروض تتضمن الكميات المراد بيعها وسعر البيع، حيث يتم قبول العروض صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم تصريف كامل الإصدار.

■ أسلوب البيع غير المباشر:

ويتم من خلال طرف ثالث نيابة عن الشركة المصدرة لعملية الاكتتاب والتسويق والبيع إلى المستثمرين، وذلك من أجل تخفيض التكاليف وتجنب الوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم الخبرة، في مقابل ذلك تتحمل الشركة المصدرة التكاليف والعمولات الإضافية المدفوعة للوسيط والذي قد يكون بنكا استثماريا أو بنكا تجاريا، إذ يقوم بضمان تغطية الاكتتاب في هذه الإصدارات من خلال شرائه للأوراق المالية من الشركة بسعر أقل قليلا من سعر البيع حيث يمثل الفرق مقابل المصروفات بالإضافة إلى ربح ضامن الاكتتاب (مصرفي الاستثمار).

وعندما يقوم مصرفي الاستثمار بضمان تغطية الاكتتاب في الإصدارات الجديدة فإنه في الواقع يؤدي أربع وظائف أساسية هي:³

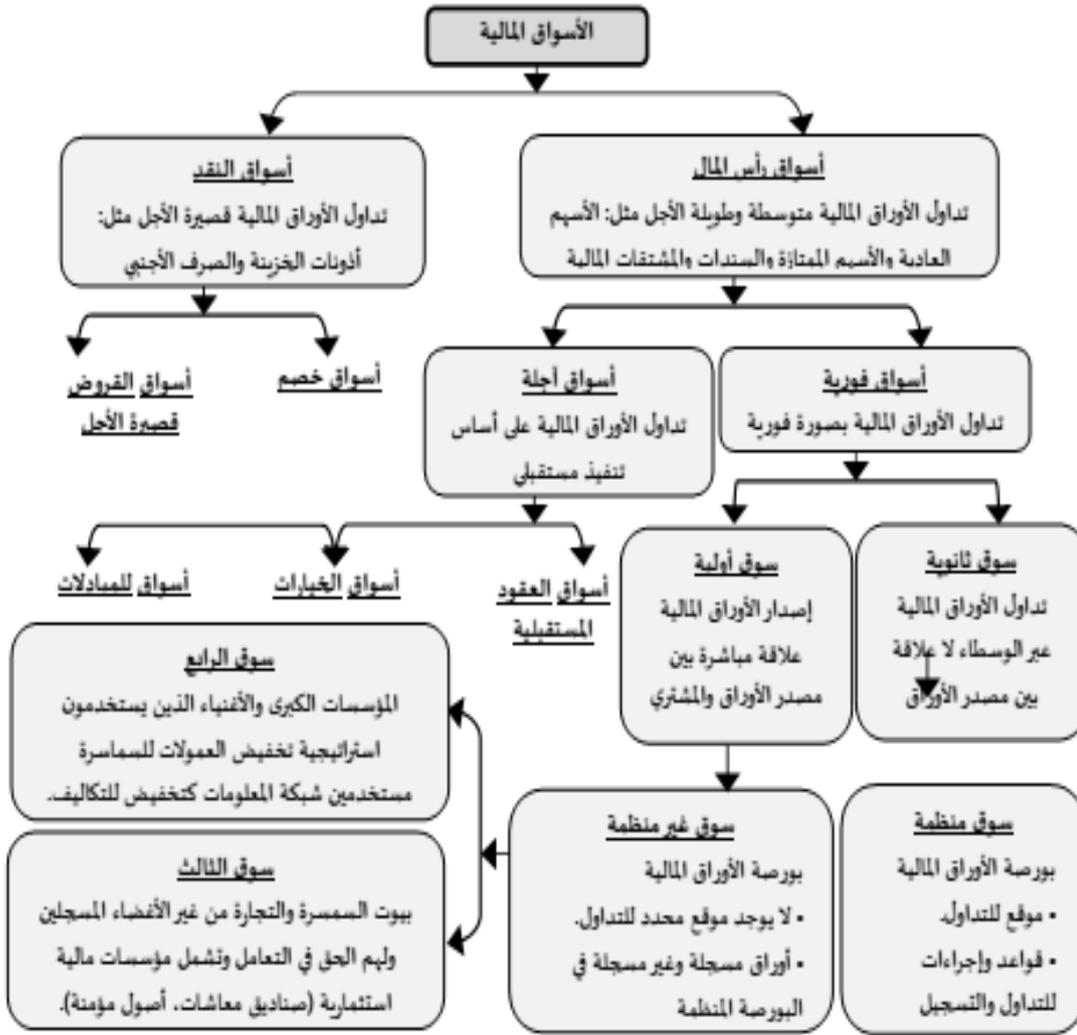
- تقديم النصيحة للشركة المصدرة للأوراق المالية ويتمثل في تقديم العون لهذه الشركة فيما يتعلق بتحليل احتياجاتها المالية وأنسب طريقة لتمويل هذه الاحتياجات؛
- إدارة الإصدار ويتمثل ذلك في إتمام جميع الإجراءات المتعلقة بإصدار الأوراق المالية بما فيها الإجراءات القانونية ولعل أهم وأصعب ما في هذه العملية هو تحديد سعر مناسب للسهم والسند؛
- تحمل المخاطر، ومصدر هذه المخاطر هو الفترة التي تمر بين قيام مصرفي الاستثمار بشراء الأوراق المالية من الشركة المصدرة وقيامه ببيع هذه الأوراق للمستثمرين، ففي هذه الفترة قد تحدث تغيرات في السوق؛
- تسويق الأوراق المالية، ويتم ذلك بقيام مصرفي الاستثمار ببيع الأوراق المالية إلى المستثمرين بعد شرائها من الشركة المصدرة، أو بقيامه بدور الوسيط فقط بين الشركة المصدرة والمستثمرين في شراء جميع ما أصدرته الشركة من أسهم وسندات، وفي بعض الأحيان يستعين مصرفي الاستثمار بمجموعة من السماسرة الذين يتولون البيع للمستثمرين مباشرة.

(2) السوق الثانوية «سوق التداول»:

1 ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ ؟؟؟؟
 2 ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ ؟؟؟؟
 ؟؟؟؟ : 65-55.
 ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ : 25-23.
 3 ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ 2007 ؟؟؟؟ ؟؟؟؟ : 25-23.

الشكل رقم (I-01): أقسام السوق المالية

أقسام الأسواق المالية



مصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: «مؤسسات، أوراق، بورصات»، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، عمان- الأردن، 2005، ص: 45.

الفصل الثاني: الأدوات المالية المتداولة

تمهيد:

يرتبط مفهوم السوق لدى الجمهور بأنه مكان لتلبية حاجة معينة مقابل التخلي عن مبلغ معين من النقود. والأسواق المالية تعمل كغيرها من الأسواق على تلبية حاجة المستثمرين فيها من خلال العمل على انتقال الأموال من وحدات الفائض (من يملكون المال) إلى وحدات العجز (من يريدون تمويل للأموال) مقابل أوراق مالية معينة. هذه الأوراق المالية تعتبر بمثابة الادوات الاستثمارية فضلا عن العملات الأجنبية فهي المحرك الأساسي لسوق المالي باعتبارها السلعة الأساسية المتداولة في هذه السوق وتختلف هذه الأدوات حسب طبيعة اختلاف تقسيم السوق المالي، فهي تختلف باختلاف نوع السوق،

ففي سوق رأس المال هناك نوعان من الأدوات أو الأوراق المالية: أحدهما يعبر عن ملكية، وهي الأسهم بنوعها: العادية وال ممتازة، والآخر يعبر عن مديونية وهي السندات. أما الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد فهي تشترك بخاصية كونها صكوك مديونية قصيرة الأجل. وقد ظهر في سبعينيات القرن العشرين فئة أخرى من الأدوات المالية هدفها الرئيسي التغطية ضد مخاطر تقلب الأسعار تعرف بالمشتمقات المالية تكون بمثابة عقود بين المشتري والبائع، هذا النوع الأخير من الأدوات المستحدثة نتطرق اليه في فصول قادمة من هذه المطبوعة.

أما هذا الفصل سنركز فيه على أهم الأوراق المالية التقليدية والرئيسية المستخدمة في الأسواق المالية، ولهذا الغرض قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

وسوق الأرصدة المركزية حساس جدا لاحتياجات البنوك للائتمان لهذا فإن سعر الفائدة على تلك القروض والذي يسمى سعر فائدة الأرصدة المركزية هو مؤشر لظروف التصنيف في سوق الائتمان فكلما ارتفع هذا السعر فإنه يدل بأن السوق في حاجة إلى مزيد من الائتمان، بينما يعتبر انخفاض سعر فائدة هذه السوق على أن احتياجات البنوك للائتمان منخفضة¹.

وتتم هذه القروض من خلال التحويلات الالكترونية أو من خلال شبكة الاتصال بين البنوك عن طريق البنك المركزي وفي نهاية الاستحقاق يضاف مقدار القروض مع الفائدة إلى رصيد البنك المقرض وتخصم قيمة القروض مع الفائدة من رصيد البنك المقرض.

وتتميز قروض الاحتياطي الإلزامي عن بقية أدوات السوق النقدي بكونها:

- أكثر سيولة لأنها لا تتضمن أوراقا مالية يتم الاتفاق على سعرها مسبقا؛
- يقتصر استخدامها على البنوك والمؤسسات المالية عكس اتفاقيات إعادة الشراء والأوراق التجارية التي يمكن أن تتعامل بها الشركات والمستثمرين؛
- يتعرض قرض الاحتياطي الإلزامي لمخاطر ائتمان أكثر كونه غير مضمون بأوراق مالية مثل اتفاقيات إعادة الشراء.

وفي الأخير يمكننا أن نقول إن أدوات الاستثمار في السوق النقدي تتميز بمجموعة من الخصائص المشتركة فيما بينها أهمها:

- كبر حجم التبادل في هذه الأدوات وهذا يجعل تكلفة التعامل بها منخفضة نسبيا مقارنة بالفائدة المدفوعة على هذه الأوراق.
- انخفاض مخاطر الائتمان للأدوات سوق النقد بالمقارنة مع أدوات سوق رأس المال لأنها تصدر في الغالب من طرف شركات ذات جودة ائتمانية عالية.
- انخفاض مخاطر سعر الفائدة نظرا لانخفاض آجال الاستحقاق وبالتالي فإن التغير في سعر الفائدة يؤدي إلى تأثير على القيمة السوقية لهذه الأوراق وذلك مقارنة بنظيرتها من الأوراق المالية المستخدمة في سوق رأس المال.

ومع كل هذه الخصائص المشتركة إلا أنها تختلف فيما بينها فمثل السوق الثانوي لأذون الخزنة سوق نشط ومن الممكن تحويلها بسرعة إلى نقدية مع خصم بسيط من قيمتها في حين أن السوق الثانوي للأوراق التجارية سوق غير نشط ولا يمكن تحويلها إلى نقدية بسهولة. أما قرض الاحتياطي الإلزامي فليس لديه سوق ثانوي لأنها تتم لفترات قصيرة غالبا ليوم واحد وتتم بين البنوك فقط والغرض منها التمويل وليس الاستثمار. في حين أن شهادات الإيداع القابلة للتداول يمكن تداولها في السوق الثانوي لكن إلى حد بسيط فغالبا المستثمرين يقتنعها لغرض الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق وكذلك الحال بالنسبة للقبولات المصرفية².

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال

مع ظهور الثورة الصناعية وتوسع المشاريع المالية والاقتصادية وما تتطلبه من موارد مالية كبيرة جعل أساليب التمويل التقليدية كالمبادرة الفردية أو اللجوء إلى القروض البنكية غير فعالة فظهر أسلوب جديد للتمويل يسمح بتغطية هذه الاحتياجات الضخمة هذا الأسلوب هو التمويل من خلال إصدار الأوراق المالية.

¹ ?? ? ?? ? ?? ? ? ? ? ? ? 2011 ? :28.

² ? ? ? ? ? ? ? ? :30-31.

| | |
|---|--|
| أسهم عينية: والتي تصدر مقابل حصص عينية كالأراضي أو المباني أو براءات الاختراع ويجب الوفاء بكامل قيمتها عند الاكتتاب فيها. | |
| أسهم مجانية: والتي تصدرها الشركة عند زيادة رأس المال بترحيل جزء من أرباح المحتجزة أو الاحتياطات إلى رأس المال الأصلي. | |
| السهم الاسمي: والذي يحمل اسم صاحبه وهو غير قابل للتداول وتنتقل ملكيته بالقيود في دفاتر الشركة | من حيث الشكل |
| السهم لحامله: والذي لا يذكر فيه اسم صاحبه وينتقل عن طريق التداول أو التنازل عنه لشخص آخر | |
| السهم الإذني (الأمر): يجوز للشركة إصدار هذا النوع من الأسهم مع شرط أن تكون دفعت كامل قيمتها الاسمية إذ أن الشركة لا تستطيع معرفة المساهم الأخير المزم برصيد القيمة غير المدفوعة ويتم تداول هذا النوع من الأسهم عن طريق التظهير ودون أخذ موافقة الشركة. | |
| الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: ترتبط فيها التوزيعات بكمية الإنتاج أو قيمة الأرباح لقسم معين من الأقسام الإنتاجية رغبة في ترويج نشاط هذا القسم. | أنواع المستحقة |
| الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة (بوفورات ضريبية): وهي الأسهم العادية والتي يجري فيها خصم التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة. | |
| الأسهم العادية المضمونة: لجعل الأسهم العادية أكثر جاذبية، ظهرت أسهم عادية تمنح لحاملها الحق في مطالبة المنشأة المصدرة بتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن حد معين ومدة محددة. | |
| أسهم متميزة: والتي تصدرها شركات قوية ومقيمة من طرف شركات متخصصة، وتتميز هذه الأسهم بالسمعة المالية الجيدة والمركز المالي القوي والأمان وكبر الدخل، وعادة ما تكون أسعار هذه الأسهم مرتفعة. | التصنيف وفق الطبيعة في نطاق الأسواق المالية العالمية |
| أسهم الدخل: وهي الأسهم التي تعطي دخلا مستقرا أي أن توزيعات الأرباح تتم بصورة مستمرة ومستقرة، وغالبا ما تصدر من شركات ذات امتياز في إنتاج سلعة معينة مما يجعلها تحقق أرباحا مضمونة | |
| أسهم النمو: والتي يوقع ارتفاع قيمتها السوقية وبمعدلات نمو متزايدة وتصدرها عادة شركات تنشط في مجال الإنتاج ذو التكنولوجيا المتطورة، والمستندة على البحوث والتطوير (شركات الأدوية شركات إنتاج الحواسيب والهواتف النقالة). حيث يعتمد ارتفاع القيم السوقية لهذه الأسهم على مدى نجاح هذه الشركات في تطوير المنتجات في حالة الفشل يصبح هذا النوع من الأسهم ذو مخاطرة عالية. | |
| أسهم موسمية (الدورية): والتي تتأثر بالدورات الاقتصادية وتصدرها شركات تنتج سلع موسمية حيث يتوقع الطلب على هذه السلع خلال مواسم معينة أو بدعوى تحسن وانتعاش الاقتصاد. | |
| أسهم المضاربة: والتي تكون أسعارها معرضة لتحركات شديدة وسريعة وهو ما يبعث عنه المضاربون رغبة منهم في الحصول على عائد مالي في الأجل القصير جراء التذبذب في أسعار الأسهم وعوائدها، وعادة ما تصدرها شركات حديثة التأسيس والتي تكون عرضة للنجاح أو الفشل. | |
| أسهم دفاعية: والتي لا تتأثر أسعارها بالدورات الاقتصادية، وتصدرها شركات تنتج سلعا أساسية لا يتأثر الطلب عليها سواء في حالة الراج أو الكساد. | |

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- _ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية «مؤسسات -أوراق-بورصات»، دار الشروق، الأردن، 2007، ص: 100.
- _ عبد المنعم أحمد التهامي، دراسات في الأسواق المالية والبورصات، مكتبة عين شمس، القاهرة، 2004، ص: 45.

خامسا- قيم الأسهم العادية:

خلال مراحل حياة الشركة المختلفة يتخذ السهم العادي عدة قيم يمكن إيجازها كما يلي:

■ القيمة الاسمية للسهم العادي:

وهي القيمة التي تدون في وثيقة السهم^(*) والمنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة، والتي في الغالب تحدد وفق قانون الشركات في البلد المعني لذلك يمكن أن يطلق عليها بالقيمة القانونية، كما تعرف أيضا بأنها قيمة الشركة في حالة عدم وجود أي تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم. وهي قيمة متساوية لجميع الأسهم المصدرة ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة المساهم الواجبة في ملكية المؤسسة والتي توزع الشركة لها أرباح على شكل نسب مئوية منها لأنها ذات قيمة ثابتة. إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم¹. ويمكن التوصل إلى هذه القيمة بالصيغة التالية:

$$\frac{\text{رأس مال الشركة}}{\text{إجمالي عدد الأسهم}} = \text{القيمة الإسمية للسهم العادي}$$

■ القيمة الدفترية للسهم العادي:

وتسمى القيمة المحاسبية وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية² وهي القيمة المثبتة في دفاتر الشركة، تمثل نصيب السهم الواحد من حق الملكية (رأس المال المدفوع + الأرباح المحتجزة + الاحتياطات) ويعتمد في حسابها على التقارير المالية للشركة (كشف الدخل والميزانية العمومية) وذلك وفق الصيغة التالية:

$$\frac{\text{رأس المال المدفوع} + \text{الاحتياطات} + \text{الأرباح غير الموزعة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية}$$

وفي حال وجود الأسهم الممتازة في الهيكل المالي للشركة فإن القيمة الدفترية للسهم العادي تصاغ بالشكل التالي:

$$\frac{\text{حق الملكية} - \text{حقوق حملة الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية}$$

وتعد هذه القيمة مؤشرا مهما لنشاط الشركة وقدرتها على التوسع والاستمرار لأنها تؤثر إلى قدرة الشركة على تحقيق عوائد لحملة الأسهم

■ القيمة السوقية للسهم العادي:

هي القيمة المدفوعة من قبل المستثمر عند أي لحظة زمنية معينة، والتي تتحد بفعل عوامل العرض والطلب على الأسهم العادية في السوق الثانوية، وتتأثر بعدة عوامل منها الظروف الاقتصادية (الكساد، الرواج، التضخم) في الدولة توقعات المحللين الماليين لمستقبل نشاط الشركة ومركزها المالي المستقبلي، ونسبة توزيع الشركة للأرباح والدور الذي تمارسه إدارة السوق المالية في تكريس الاستقرار وتجاوز الاختناقات ونشر المعلومات.

■ القيمة التصفوية للسهم العادي:

(*)

1

2

«par value»

34

191

95

الجدول رقم (II - 02): أنواع وتقسيمات السندات

| نوع السند مع تفصيل موجز | التقسيم |
|---|--------------------------------------|
| سندات عامة: تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية. | من حيث جهة الإصدار |
| سندات خاصة: تصدر عن شركات المساهمة لتمويل احتياجاتها المختلفة. | |
| سندات اسمية: لا تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية | من حيث شكل الإصدار |
| سندات لحاملها: تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام ولا يذكر فيها اسم المستثمر | |
| سندات بالقيمة الاسمية (العادية): هي السندات التي تصدر بقيمة اسمية معينة مدونة على السند وهذه القيمة تتعهد الجهة المصدرة بتسديدها عند آجال استحقاقها. | من حيث نوع الإصدار |
| سندات بعلاوة إصدار: هي السندات التي تصدر بقيمة اسمية معينة على أن تتعهد الجهة المصدرة بتسديد قيمة السند مضافا إليه مبلغ معين يسمى العلاوة | |
| سندات بخصم إصدار: هي السندات التي تصدر بقيمة أقل من قيمتها الاسمية على أن تتعهد الجهة المصدرة بتسديد كامل قيمتها الإسمية وهذا الفرق بين القيمة الاسمية وقيمة الإصدار يسمى خصم الإصدار | |
| سندات مضمونة: تعطي الحق لحاملها في وضع يده على الأصول الضامنة لها في حال عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها. | من حيث الضمان |
| سندات غير مضمونة: يحصل الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع والضمان الوحيد هو حق الأولوية في الحصول على الحقوق قبل حملة الأسهم العادية والممتازة | |
| سندات ذات فائدة ثابتة: تكون عليها الفائدة ثابتة طوال مدة السند | من حيث طبيعة الفائدة |
| سندات ذات فائدة متغيرة: تتغير نسبتها على ضوء تغير الأسعار في السوق | |
| سندات ذات فائدة صفرية: ليست لها فائدة تدفع دورياً وبدلاً من ذلك فإنه يتم بيعها في البداية بقيمة تقل عن القيمة الاسمية ويتم استردادها بكامل قيمتها الاسمية عند حلول تاريخ استحقاقها ويكون العائد الذي يحصل عليه المستثمر هو الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع. | |
| سندات قابلة للتحويل: تعطي لحاملها الحق في استبدالها بأسهم الشركة المصدرة | من حيث القابلية للتحويل |
| سندات غير قابلة للتحويل: لا تعطي لحاملها الحق في استبدالها بأسهم الشركة المصدرة | |
| سندات قابلة للاستدعاء: وتصدر بعلاوة استدعاء قصد تشجيع المستثمرين على اقتناءها | من حيث القابلية للاستدعاء أو الإطفاء |
| سندات غير قابلة للاستدعاء: وهي السندات التي لا يحق للجهة المصدرة استدعاؤها لأي سبب من الأسباب والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء. | |
| سندات محلية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين. | من حيث الجنسية |
| سندات أجنبية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين أجانب | |
| سندات دولية: تصدرها المؤسسات الدولية لصالح مقترضين محليين مثل التي يصدرها البنك الدولي | |

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على :

- محمد صالح الحناوي وآخرون، مقدمة في المال والأعمال، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص: 393.

الفرع الثالث: المقارنة بين الأسهم العادية والسندات

تعتبر الأسهم والسندات النوعين الرئيسيين والأكثر انتشاراً في الأسواق المالية رغم وجود أوراق مالية تمثل ملكية في الشركات كما توجد أنواع أخرى للقروض غير السندات. فهما يتشبهان في عدة خصائص عامة فكلاهما من الأوراق المالية

ولكل منهما قيمة اسمية وقيمة سوقية وكلتاها قابلة للتداول وتتأثر أسعارهما في السوق تبعا بقوة العرض والطلب والمركز المالي لشركة والأحوال الاقتصادية والسياسية للبلد ولا تقبلان التجزئة أمام الشركة إلا أنهما يختلفان من عدة جوانب نبيها في الجدول التالي:

الجدول رقم (II - 03): المقارنة بين الأسهم العادية والسندات

| معيار المقارنة | السندات | الأسهم العادية |
|---------------------|---|---|
| طبيعة الأداة | أداة دين واجبة الدفع عند الاستحقاق | أداة مشاركة برأس مال الشركة |
| مستوى الدخل | ثبات الدخل واستمراريته | يخضع لقرار وسياسة توزيع الأرباح |
| الأولوية في التسديد | عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامله الباقي بعد تسديد كافة الديون. | حامله تكون له أولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالي التصفية |
| الأجل | لها تاريخ استحقاق محدد | ليس له تاريخ استحقاق محدد |
| الإدارة | ليس لحملتها المشاركة بقرارات الإدارة | حق المشاركة والتصويت والانتخاب |
| المخاطر | مخاطر الطرف المقابل لأصل المبلغ والفائدة | مخاطر تتعلق بالسوق والشركة |
| وقت الإصدار | يصدر بعد التأسيس لتوسيع الأعمال | يصدر قبل التأسيس وبعده |
| القيمة الإسمية | تصدر بقيم اسمية مختلفة الفئات | تحدد القيمة الاسمية |
| قابلية التحويل | يمكن أن يكون قابل للتحويل الى أسهم | لا يمكن أن يكتسب هذه الخاصية |
| المصدرون | شركات المساهمة | الحكومات، الشركات، المؤسسات المالية المختصة |
| الضمانات | ليس من الضروري رهن الموجودات لإصدار الأسهم خاصة السهم العادي | أغلبها يتضمن رهن عقارات أو ضمانات |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على:

- أرشد فؤاد مجيد التميمي، الأسواق المالية «تنظيم وأدوات»، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 180.

- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق- دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا- رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص: 57

على الرغم من وجود هذه الاختلافات بين السهم والسندات والنابعة أساسا من طبيعة كل أداة من هذه الأدوات فالأداتان تمثلان مصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل بالنسبة للشركة أو الهيئة المصدرة كما تتمتازان بإمكانية تداولهما في حالة الحاجة إلى المبلغ الأصلي المستثمر وذلك ببيعهما في البورصة.

المطلب الثاني: الأدوات المالية المهجنة

تعتبر الأدوات المالية المهجنة أوراق مالية تنتمي إلى إحدى المجموعتين أسهم أو سندات ولكن تحمل بعض خصائص المجموعة الأولى.

الفرع الأول: تعريف الأوراق المالية الهجينة

هي تلك الأوراق التي تجمع بين خصائص الأسهم التي تمثل حق ملكية، وخصائص السندات التي تمثل حق مديونية وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.

الفرع الثاني: أنواع الأوراق المالية المهجنة:

أولا - الأسهم الممتازة:

1) تعريف الأسهم الممتازة:

يعرف السهم الممتاز بأنه أداة مالية هجينة تجمع بين صفات أداة المديونية السند وصفات أداة الملكية (السهم العادي) فحامله يحصل على عائد ثابت سنويا يستقطع من صافي الربح بعد الضريبة كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزء من المشاركة في رأس المال.

اكتسب السهم الممتاز هذه التسمية لتفضيل حملته على حملة السهم العادي، سواء من حيث الحصول على الربح أو اقتسام موجودات الشركة عند التصفية.

2) خصائص الأسهم الممتازة:

- يتمتع حامل السهم الممتاز بحق الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسب مئوية ثابتة من القيمة الاسمية، وبذلك تقترب الأسهم الممتازة من السندات ولكن حق التوزيعات يبقى مشروطا بقرار الإدارة في أي توزيع.
- أولوية حملة الأسهم الممتازة في أموال التصفية مقارنة بحملة الأسهم العادية ولكن أسبقيتهم تلي حملة السندات.
- لا يتمتع حامل الأسهم الممتازة بحق التصويت في الجمعية العمومية (إلا في حالات نادرة) كما لا يمكنهم الترشح لعضوية مجلس الإدارة أو التدخل في القرارات والشؤون الإدارية.
- ليس للسهم الممتاز تاريخ استحقاق إلا إذا نص قرار الإصدار على شروط إضافية مثل حق الاستدعاء أو الإطفاء حيث أن بعض الشركات تخصص صناديق الإطفاء «Sinking fund» لغرض استهلاك الأسهم قد يكون الإطفاء بسعر استدعاء محدد سابقا أو بسعر السوق.¹
- القابلية للتحويل من أجل تبسيط هيكل رأس المال وتخفيض تكلفته على الجهة المصدرة يتم تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي بموجب سعر تحويل محدد مسبقا كما تحدد مدة التحويل أما خيار التحويل فيترك غالبا للمستثمرين.
- خاصية تجميع الأرباح: تقضي هذه الخاصية بأن عدم توزيع الأرباح على حملة السهم الممتازة لسنة أو أكثر يفرض على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين.²
- يعتبر السهم الممتاز أداة تمويلية من شأنه تخفيض نسبة الأموال المقترضة (القروض والسندات) في هيكل رأس مال الشركة، إلا أنه مرتفع التكلفة لعدم إمكانية خصم توزيعاته من الوعاء الضريبي.

3) الاتجاهات الحديثة للأسهم الممتازة

وللأسهم الممتازة هي الأخرى اتجاهات جديدة، وهي كما يلي:

- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة، وتحدد بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم، وظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة

¹ ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ :36.

² ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ :151.

وفي الغالب تصدر هذه السندات لتمويل أغراض مختلفة منها تمويل الصادرات الواردات، الاستثمار وتختلف خصائصها من بلد لآخر وفيما يكون حاملها في الولايات المتحدة الأمريكية يحصل على فائدة ثابتة إضافة إلى الأصل الذي يسدد في آخر فترة عند الاستحقاق منقوصا من ذلك بعض المصاريف نجد حاملها في فرنسا يحصل على فائدة مع تاريخ استحقاق غير محدود أما في الجزائر فحاملها يستفيد من عوائد جزء منها ثابت والآخر متغير كما أن تاريخ استحقاقها غير محدد.¹

رابعاً- الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:

تشمل هذه الأوراق المالية والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي مثل شركات ذات رأس المال المتغير وصناديق التوظيف المشتركة.

خامساً- السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم:

هي سندات ممتازة بحق الاكتتاب في الأسهم تصدرها الشركات في حالة زيادة رأس مالها مستقبلا هذه الزيادة تتم عن طريق قسيمة الاكتتاب في الأسهم تكون مسعرة أو متفاوض عليها بمعزل عن السندات إلا إذا نص عقد الإصدار على غير ذلك، فهي بالإضافة لكونها سندات تدر عائدا ثابتا يحصل حاملها على قسيمة تابعة للسندات تعطيه الحق في الاكتتاب في أسهم الشركة المصدرة لها - أي القسائم - بسعر محدد مسبقا وخلال فترة محددة مسبقا، وتتميز هذه السندات بإمكانية فصل القسائم الخاصة بالاكتتاب في الأسهم عن السندات في حد ذاتها وتداولها كبقية الأدوات الأخرى.

¹ د. كريمة حبيب- د. عادل زقيرير

الفصل الثالث: عقود المعاملات في الأسواق المالية

تمهيد :

تؤدي سوق الأوراق المالية دورها أي عمليات بيع وشراء الأوراق المالية بين المتعاملين لأجل مختلفة، ويتم إبرام المعاملات فيها حسب الالتزامات الزمنية إلى نوعين:

أولاً- عقود المعاملات العاجلة "الفورية":

وتسمى أيضا العمليات الآنية وهي تلك العمليات التي يتم فيها دفع الثمن للبائع حالا، وتسليم القيم المتداولة للمشتري مباشرة، أو خلال مدة لا تتجاوز الساعة الواحدة من افتتاح جلسة التداول ويطلق على الأسواق التي تتم فيها هذا النوع من المعاملات بالأسواق الحاضرة بالأسواق العاجلة. وهي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (أسهم وسندات)¹- أي الأدوات المالية الأساسية Fundamental- وتنتقل ملكية الورقة المالية للمشتري فورا عند إتمام الصفقة، وفي آجال أقصاها 48 ساعة.

أولاً- عقود المعاملات الأجلة "المستقبلية":

تمثل الجزء الأكبر من عمليات سوق الأوراق المالية في الوقت المعاصر، ويقصد بها تلك العمليات التي تمنح للمتعاملين إمكانية بيع وشراء الأصول المالية لأجل متباعدة في الزمن، أو لفترة متفق عليها مسبقا تسمى "موعد التصفية أو التسوية"، من خلال عقود واتفاقيات تبرم بين المتعاملين يتم من خلالها تحديد سعر الأوراق المالية محل العقد وتاريخ مستقبلي لتنفيذه وهدفها المضاربة للاستفادة من تقلبات الأسعار خلال الفترة التي تظل فيها العمليات قائمة دون تصفية أو تستخدم لتجنب وتخفيض المخاطر المتعلقة بتقلبات الأسعار

ويطلق على أسواق التي يجرى فيها هذا النوع من العمليات بالأسواق المستقبلية. أما أهم العقود المستخدمة في هذه الأسواق: العقود الأجلة عقود الخيارات المالية، العقود المستقبلية، عقود المبادلات وعقود الريبو «Repo». وأما يعرف بالأدوات المالية المشتقة Derivatives. وهي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد). والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... الخ. ويُعرفها البعض بأنها عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق المصطلح المتعارف عليه حالياً بالهندسة المالية Financial Engineering.

وهذه العقود هي موضوع هذا الفصل حيث سنفصل أهم هذه العقود تداولا كما يلي:

المبحث الأول: العقود الأجلة

المبحث الثاني: عقود الخيارات المالية

المبحث الثالث: العقود المالية المستقبلية

المبحث الرابع: عقود المبادلة

¹ للتفاصيل أكثر حول هذا النوع من الأدوات ارجع للفصل الثاني

- كمية من صك الدين؛
- تحديد سعر الفائدة على صك الدين؛
- تاريخ تسليم الأداة.

الفرع الثاني: العقود الآجلة لأسعار الصرف:

هو اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية. وذلك في تاريخ أجل وبسعر يتفق عليه عند إبرام العقد ويثبت حتى تاريخ التنفيذ، وتستعمل هذه العقود للحماية ضد تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية فإذا قام الطرف (أ) ببيع بضاعة على الحساب للطرف (ب) في دولة أخرى على أن يقبض ثمنها بعد ستة أشهر مثلا بالعملة الأجنبية وتوقع الطرف (أ) أن تنخفض قيمة العملة الأجنبية مستقبلا فإن بإمكانه أن يبيع العملة الأجنبية هذه من خلال السوق بسعر صرف يتم الاتفاق عليه آنيا على أن يتم التسليم بعد ستة أشهر وبذلك فإن أي انخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صاحب المبلغ الذي سوف يقبضه بالعملة المحلية. (1)

وتعتبر سوق العقود الآجلة للعملات من أكثر الأسواق نشاطا، ويطلق عليه سوق ما بين البنوك وقد نعى هذا السوق نتيجة تعويم العملات في أوائل السبعينات وتشمل مئات البنوك حول العالم يمثلون أنفسهم أو عملائهم، ويعتبر هذا السوق كبيرا جدا خاصة من حيث الصفقات فهي تكون ذات أحجام كبيرة وغير عادية خاصة للمستثمرين الفرديين. (2)

المطلب الثاني: العائد على العقود الآجلة

وينص العقد الآجل أنه وبمجرد إبرام العقد لا يستطيع أي من الطرفين إلغائه بما ينطوي عليه ذلك من مخاطر عدم القدرة على التسليم ومخاطر حدوث تغير في سعر السلعة في المستقبل، بالإضافة إلا أن هذه العقود قلة ما يستخدمها المضاربون، فالمضاربون لا غرض لهم في السلعة بل ما يهمهم اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة ليقوموا بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق الأرباح.³

ولابد من التمييز بين نوعين من الأسعار في العقود الآجلة:

- **سعر التنفيذ «Delivery price»:** ويعرف كذلك بسعر العقد أو سعر الممارسة، ويرمز له عادة بالرمز (k) وهو السعر المتفق عليه لتنفيذ العقد آجلا ويتم تحديده بين طرفي العقد وفقا للعرض والطلب ومدى رؤية كل منهم للاستفادة من هذا السعر في المستقبل وتوقعاته عن المستقبل ولا يتغير هذا السعر من تاريخ إبرام العقد حتى التنفيذ.
- **السعر الآجل «Spot Price»:** وهو سعر العملة أو الأصل موضوع العقد الآجل في المستقبل ، ونرمز له بالرمز (St) وهذا السعر يتغير بمرور الوقت مع تغير الأسعار في السوق ويمكن القول أن سعر التنفيذ هو توقع للسعر الآجل في تاريخ إبرام العقد ولكن ليس شرطا أن يتساوى في تاريخ تنفيذ العقد.

1 ??? ? ? ? 113 ?

? ? ? ? 112 ?

3 ??? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ?

?? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? 2013 .? :32

ويكون السعر الأجل وسعر التنفيذ متساويان عند الدخول في العقد وبمرور الوقت يصبح السعر الأجل معرضا للتغيير والتقلبات في حين يبقى سعر التنفيذ ثابتا ولا يتطابقان في أي وقت لاحق إلا صدفة.

وعند حساب العائد الذي نرمز له بالرمز (V_t) نميز بين :

أ- عائد متخذ المركز طويل الأجل

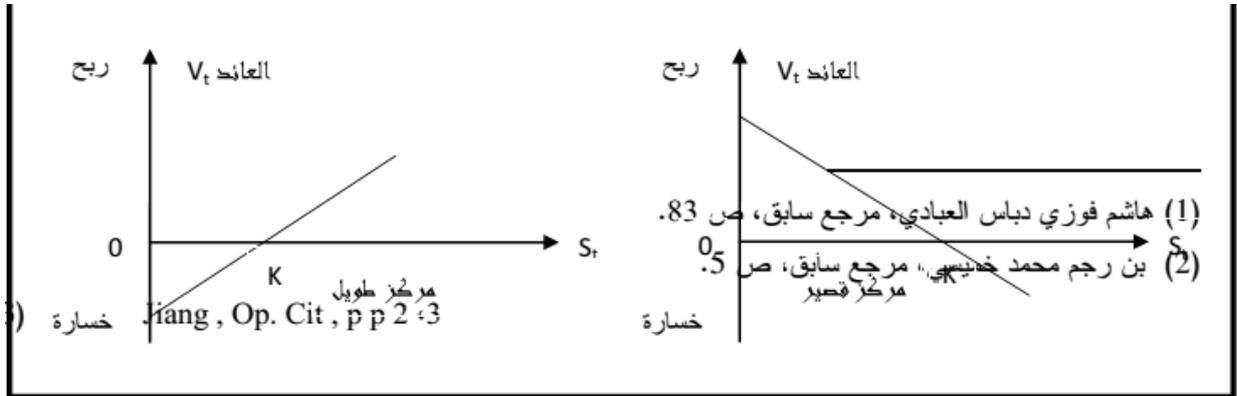
$$V_t = S_t - k$$

ب- عائد متخذ المركز قصير الأجل

$$V_t = k - S_t$$

و يمكن توضيح ذلك من خلال الرسم البياني التالي:

الشكل رقم (III-01): عو لد البائع والمشتري في العقد الأجل



المصدر: عيساوي سهام، مرجع سابق، ص: 110

ولتوضيح الفائدة المترتبة على العقود الأجلة يمكن افتراض أن مستثمرا أبرم عقدا آجلا في تاريخ ما لشراء مليون جنيه استرليني بعد 90 يوم بسعر صرف \$1.3000 للجنيه الواحد، وبمقتضى هذا العقد سيلتزم المستثمر بشراء مليون جنيه استرليني £ مقابل تسديده للنحو \$ 1300000 فمثلا إذا ارتفع سعر صرف الجنيه مقابل الدولار نحو \$ 1.3190 للجنيه الواحد عند تاريخ الاستحقاق فإن المستثمر يحقق ربحا قدره \$ 19000 أي $(1.3000 - 1.3190) \times 1000000 = 19000$.

وبالمثل إذا انخفض سعر صرف الجنيه إلى نحو \$1.2300 عند تاريخ الاستحقاق فإن المستثمر يتكبد خسارة لأن العقد سيلتزم المستثمر بدفع مبلغ يزيد عن السعر السوقي للجنيه بمقدار \$ 70000 على كامل العقد

وعمليا: إذا كان سعر الأصل (سعر التنفيذ) المتفق عليه بين طرفي العقد أقل من السعر السائد في تاريخ التسليم فإن المشتري سيحقق مكاسب مساوية للفرق بين السعر السائد للأصل عند استحقاق العقد وسعر التنفيذ أما إذا كان هذا الأخير أعلى من السعر السائد للأصل عند استحقاق العقد فعند إذن سيحقق البائع أرباحا على حساب المشتري.

المطلب الثالث: العقود الأجلة (المخاطر، المزايا والعيوب)

سنتطرق في هذا المطلب إلى أهم ما ينجر عن الممارسات العملية لهذا النوع من العقود من مخاطر إلى أهم المزايا والعيوب تباعا:

الفرع الأول: مخاطر العقود الآجلة

لا شك أن العقود الآجلة كغيرها من المشتقات المالية لها مجموعة من المخاطر نذكر أهمها:

أولاً- مخاطر عدم القدرة على الوفاء بالتزامات العقد:

نظراً لأن العقود الآجلة لا تتداول في سوق منظم مثلها مثل العقود المستقبلية فهي لا تتمتع بالحماية التي توفرها شركة التسوية (غرفة المقاصة) بشأن الوفاء بالتزامات العقد والسبيل الوحيد لتخفيض تلك المخاطر يكون بقيام كل طرف من أطراف التعاقد بالتحقق من قدرة ورغبة الطرف الآخر في الوفاء.

ثانياً- مخاطر عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد:

بخلاف العقود المستقبلية، لا يمكن في حالة العقود الآجلة لأي طرف التخلص من التزاماته بأخذ مركز مضاد في عقد مماثل فالانسحاب من العقد يتطلب التفاوض مع الطرف الآخر أو التفاوض مع طرف ثالث بشأن عقد آخر يأخذ فيه مركزاً عكسياً، الأمر الذي قد يصاحبه بعض التنازلات يطلق عليها مخاطر تسويق العقد.

ثالثاً- ارتفاع تكلفة المعاملات:

تنطوي العقود الآجلة على تكلفة معاملات أعلى مقارنة بالعقود المستقبلية تتمثل في التكلفة النقدية المصاحبة للعقد وتكلفة البحث عن أطراف التعاقد.

الفرع الثاني: مزيا وعيوب العقود الآجلة.

بعد التعرف على العقود الآجلة نجد ان لها مجموعة من المزايا وعيوب يمكن اختصارها في الجدول التالي:

الجدول رقم (III-01): مزيا وعيوب العقود الآجلة

| العيوب | المزيا |
|-----------------------------------|---------------------------------------|
| - لا تخضع لنظم السوق المنظمة | - يتم التعامل بها في الأسواق الموازية |
| - العقد يصعب إلغاؤه | - حجم العقد مرن |
| - قد تتضمن شروط جزائية صعبة | - موعد العقد مرن |
| - تنطوي على مخاطرة ائتمانية كبيرة | - وقت التعامل غير محدود بوقت معين |
| | - لا تتطلب وجود هامش |

المصدر: سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وقنية التوريق في أزمة 2008- دراسة تحليلية -، رسالة ماجستير في العلوم

الاقتصادية، تخصص مالية جامعة منتوري، قسنطينة، السنة الجامعية 2011/2012، ص: 23

- عقود مستقبلية على أوراق مالية لمعدلات فائدة قصيرة الأجل، مثل عقود مستقبلية على الودائع وأذونات الخزينة.
- عقود مستقبلية على أوراق مالية لمعدلات فائدة طويلة الأجل، مثل عقود مستقبلية على سندات الخزينة.

الفرع الثالث: العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم

التعاقد على مؤشرات الأسهم في حقيقته التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحد الطرفين مبلغاً من النقود، يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في تاريخ المتفق عليه وهو اليوم المسمى بيوم التسليم وبين المبلغ المتفق عليه وهو المبلغ المسمى بسعر الشراء يدفعه البائع إذا كانت قيمة المؤشر أعلى من قيمة سعر الشراء، ويدفعه المشتري إذا كان سعر الشراء أعلى من قيمة المؤشر وعادة ما يضرب هذا المبلغ (الفرق بين قيمة المؤشر وسعر الشراء) في قيمة ثابتة يطلق عليها المضاعف ويختلف قدرها من مؤشر إلى آخر.

الفرع الرابع: العقود المستقبلية على العملات الأجنبية وأسعار الصرف:

بسبب تعرض أسعار صرف العملات للتقلب والتغير من وقت لآخر ابتكرت عدة أساليب للحماية من مخاطر ارتفاع أو انخفاض أسعار العملات الأجنبية ومن هذه الأساليب العقود المستقبلية لبيع وشراء تلك العملات وخاصة العملات الرئيسية كالدولار الأمريكي الين الياباني الجنيه الإسترليني والأورو... الخ

تم وضع العقود المستقبلية على أسعار العملات الأجنبية في أوائل السبعينات في الولايات المتحدة وتم تداولها في السوق النقدي الدولي (IMM) في بورصة شيكاغو (CME) وكانت العقود المستقبلية على العملات الأجنبية واحدة من أنجح العقود في وقت مبكر أما الآن فهناك العديد من بورصات العقود المستقبلية في جميع أنحاء العالم يتداول بها هذا النوع من العقود والتي يتم تسعيرها على أساس العملات الأجنبية للعملة المحلية.

المطلب الثالث: التسوية في العقود المالية المستقبلية

يتطلب فهم آلية التسوية في العقود المالية المستقبلية التطرق إلى مفهوم الهامش في هذه العقود والدور الذي يقوم به بالإضافة إلى آلية تعديل القيمة السوقية للعقود المستقبلية ومن ثم وضعنا مثال يوضح هذه آلية وكيف يتم حساب الربح والخسارة في هذه العقود.

الفرع الأول: نظام الهامش في العقود المستقبلية «Margin system»

يُقصد بالهامش في العقود المستقبلية، المبلغ الذي يجب على المستثمر في العقود المستقبلية -البائع والمشتري- إيداعه في حساب مصرفي ولا يجوز له التصرف في الرصيد إلا بعد انتهاء سريان مفعول العقد. وتقوم غرفة مقاصة العقود المستقبلية Futures Clearing house عادة بتحديد قيمة الهامش، والغرض الأساسي هو تحقيق مبدأ الإلزام في العقود المستقبلية، حيث أن إيداع المبلغ يُعبر عن حسن نية المستثمر ورغبته الجادة بالالتزام بشروط العقد، سواء أكان المستثمر مشترياً أم بائعاً، فهو كضمان لحماية أطراف التعامل من مخاطر تخلف أيهما عن الوفاء بالتزاماته المترتبة على العقد. وتختلف قيمة الهامش في العمليات المستقبلية وتتغير حسب التغيرات التي تطرأ على الأسعار في السوق، وحسب ما ينص عليه العقد. ويوجد نوعان من الهامش:

- الهامش المبدئي «Initial Margin»: يتراوح بين الـ 0.1-10 % من حجم العقد وهو هامش إلزامي يجب على كل مستثمر يتعامل في العقود المستقبلية إيداعه لدى بيت السمسرة الذي يتعامل معه، ويستخدم في تغطية الخسائر في قيمة العملية عند إعادة تقييمها في نهاية كل يوم.

- هامش الوقاية (الصيانة): وهو الحد الأدنى لما يمكن أن يصل إليه رصيد الهامش، فإذا انخفض رصيد الهامش المبدئي عن هذا الحد، فإنه يجب إيداع مبلغ إضافي، بما يكفي لإعادة الرصيد إلى المبلغ المطلوب حسب الهامش المبدئي، ويقدر ما بين 75% إلى 80% من قيمة الهامش المبدئي.

الفرع الثاني: تعديل القيمة السوقية للعقود المستقبلية

يعتبر تعديل القيمة السوقية للعقود المستقبلية المهمة الرئيسية التي تقوم بها غرفة مقاصة العقود المستقبلية. ويطلب مكتب المقاصة من العميل فتح حساب وإيداع مبلغ يتحدد طبقاً لقيمة الهامش المبدئي، بالإضافة إلى ذلك تحدد غرفة المقاصة قيمة هامش الوقاية، وتقوم أيضاً بحساب ربحية المستثمر في العقد بشكل يومي، فإذا ارتفع السعر السوقى فإن المستثمر في عقد الشراء يحقق ربحاً يُحسب كما يلي:

$$\text{الربح} = (\text{السعر السوقى} - \text{السعر المستقبلى}) \times \text{حجم العقد}$$

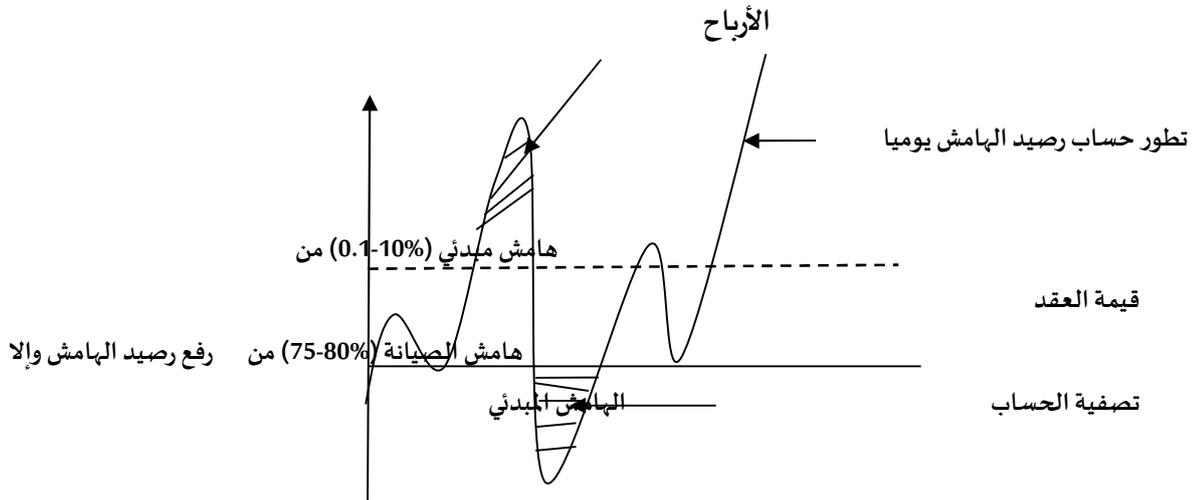
وإذا انخفض السعر فإنه يتكبد خسارة. أما بالنسبة للمستثمر في عقد البيع فإنه يحقق ربحاً إذا انخفض السعر ويُحسب كما يلي:

$$\text{الربح} = (\text{السعر المستقبلى} - \text{السعر السوقى}) \times \text{حجم العقد}$$

وإذا ارتفع السعر فإنه يتكبد خسارة.

وبناءً على حركة السعر يتم حساب الربحية أو الخسارة فور إغلاق التعامل بالعقود في نهاية اليوم. ثم تُضاف الربحية إلى رصيد العميل في حين تُخصم الخسارة من رصيده. وإذا استمر العميل في تحقيق خسائر لعدة أيام متتالية، وانخفض رصيد العميل حتى وصل إلى هامش الوقاية أو أقل منه، يتم إشعار العميل بذلك فيما يُسمى بإشعار الهامش Margin Call حيث يتوجب على العميل في هذه الحالة، إيداع ما يكفي من الأموال لإعادة الرصيد إلى رصيد الهامش المبدئي، ويجوز للمستثمر خلال الفترة التي تسبق انتهاء العقد سحب أي رصيد يزيد عن رصيد الهامش المبدئي، والذي قد يحققه المستثمر نتيجة تحقيق العقد ربحية وإضافة هذه الربحية إلى الرصيد أثناء التعديل. إذا فشل المتعاقد في تغطية هامش الصيانة فإن العقد يغلق (يصفى) تلقائياً .

الشكل رقم (III-02): تمثيل بياني يوضح آلية التسوية اليومية في العقود المستقبلية



المصدر: من اعداد الباحثة

الفرع الثالث: مثال على تسوية العقود المستقبلية

يتطلب العقد الذي قيمته 25000 جنيه استرليني ايداع هامش مبدئي قدره \$1500 من كل من البائع والمشتري وهامش وقاية يبلغ \$1000، وتجري متابعة الهامش على النحو التالي:

• يطلب المشتري من الوسيط شراء عقد مستقبلي بمبلغ 25000 جنيه استرليني تسليم شهر جوان بسعر \$2 للجنيه الواحد فتكون قيمة العقد \$ 50.000 (2×25000=50.000).

• يقوم المشتري بإيداع هامش مبدئي لدى بورصة العقود المستقبلية قدره \$1500 عن طريق شركة الوساطة التابع لها ويجري تقييم العقود القائمة في سوق العقود المستقبلية في نهاية اليوم على أساس أسعار الاقفال فمثلا:

لـ لو انخفض سعر صرف الاسترليني مقابل الدولار الى \$1.98=£1 فان مشتري العقد يحقق خسارة في الصفقة، ولكن لا يطلب من المشتري زيادة الهامش المبدئي.

$$25000 \times 1.98 = \$49.500$$

$$\text{قيمة الخسارة} = 49500 - 50.000 = \$500$$

لأن الخسارة تحسب كالتالي: الهامش المبدئي - الخسارة = \$1000 لا يطلب من المشتري زيادة الهامش المبدئي حيث أنه مازال كافيا وفائضا بمبلغ \$1000 ولم يصل الى حد هامش الصيانة.

لـ ولكن لو انخفض الاسترليني الى \$1.95 فإن:

$$25000 \times 1.95 = \$48750$$

$$\text{قيمة الخسارة} = 48750 - 50000 = \$1250$$

$$\text{الهامش المبدئي} - \text{الخسارة} = 1250 - 1500 = \$250$$

في هذه الحالة يتعين على المشتري ايداع مبلغ قيمته \$750 (250+750=1000 \$) قبل بداية العمل في اليوم الموالي من أجل البلوغ الى الحد الأدنى من الهامش والذي يطلق عليه هامش الصيانة (الوقاية) ويبلغ \$1000 في هذا المثال، وعلى عكس ذلك لو أسفرت نتيجة التقييم اليومي عن تحقيق أي ربح فانه يتم سداده للمشتري بشرط بقاء الحد الأدنى من الهامش على ما هو عليه 1000 دولار ، ويظل هامش الصيانة مودعا لدى غرفة المقاصة في السوق طالما كان المركز مفتوحا ، ويعاد الى الطرف المودع عندما يتم تصفية المركز، وإذا فشل المتعاقد في تغطية هامش الصيانة فإن العقد يغلق تلقائيا (أو يصفى) بعد أن يقوم بيت السمسرة بإبرام صفقة عكسية (Reverse Trade) لحساب العميل إذ يشتري باسمه عقد بنفس القيمة وبالسعر الجاري.

المطلب الرابع: استخدامات العقود المستقبلية

تستخدم العقود المستقبلية لغرضين رئيسيين هما: غرضي التجارة (Trading)، أو لتغطية مخاطر التغيرات المستقبلية (Hedging).

الفرع الأول: استخدام العقود المستقبلية للتجارة (المضاربة)¹

المقصود بالتجارة هنا المضاربة "Speculation" على تغيرات الأسعار في المستقبل مما يتيح الفرصة للمضاربين لتحقيق بعض الأرباح من بيعهم أو شرائهم عقود مالية مستقبلية حسب تنبؤاتهم بالنسبة لاتجاه تحركات الأسعار إما صعودا أو هبوطا. وتجدر الملاحظة أن المضارب لا يمتلك الأصول التي يريد بيعها ولا يرغب في شرائها أو امتلاكها وإنما هدفه هو انتهاز الفرص لتحقيق الأرباح من هذه التجارة.

لنفرض أن المضارب توقع بأن أسعار العقود المستقبلية على أصل ما بتاريخ تسليم معين ستكون أقل من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الفورية (الحاضرة) في نفس تاريخ تنفيذ العقد المستقبلي، فسوف يقوم بشراء تلك العقود أي يأخذ مركزا طويلا عليها (Long position)، أما إذا تنبأ بأن أسعار العقود المستقبلية في تاريخ التسليم ستكون أعلى من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الفورية (الحاضرة) في نفس التاريخ، فسوف يعمل على بيع عقود مستقبلية أي أن يأخذ مركزا قصيرا (Short position).

الفرع الثاني: استخدام العقود المستقبلية للتغطية

تستخدم العقود المستقبلية للتغطية كإجراء وقائي من أجل تخفيض مخاطر الخسارة المستقبلية الناجمة عن التقلبات السعرية المضادة (المعاكسة) في أسعار الفائدة وأسعار الصرف أو أسعار الأسهم وذلك عن طريق أخذ مركز مضاد (Counter acting Position) في سوق العقود المستقبلية ومساو تماما للمركز الحالي الذي يراد تغطيته. فإذا رغب أحد التجار في إبرام صفقة شراء من السوق الحاضرة في فترة مستقبلية، فإنه يستطيع أن يثبت سعرا أو مردودا ماليا مناسباً وذلك بشراء عقود مستقبلية، بحيث إذا ارتفع السعر في السوق الحاضرة في تلك الفترة (أي انخفض المردود المالي) فإن أية خسارة ستنجم على ذلك سوق يقابلها تحقيق ربح عند بيع هذه العقود.

المطلب الخامس العقود المستقبلية (مقارنة-المز يا والعيوب)

سنتطرق في هذا المطلب إلى أهم ما ينجر عن الممارسات العملية لهذا النوع من العقود من مقارنتها بالشكل الأول لظهورها وهو العقود الآجلة إلى أهم المزايا والعيوب تباعا:

الفرع الأول: مقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

توجد فروق جوهرية بين سوق العقود المستقبلية وسوق العقود الآجلة نلخصها في الجدول التالي الذي يوضح أهم أوجه المقارنة بينهما:

¹ ؟ 98 .

الجدول رقم (III-02): مقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الأجلة

| البيان | العقود المستقبلية | العقود الأجلة |
|-------------------------|---|---|
| مكان التعامل | في سوق مركزي منظم ولا يمكن للطرف المتعامل إبرام العقود إلا عن طريق شركات الوساطة | عن طريق البنوك المختلفة ويتم إبرام العقد مباشرة بين والبنك الذي يتعامل معه |
| أسلوب التعامل | يكون عن طريق حلبة مفتوحة في غرفة المقاصة ببورصة العقود عن طريق مزاد علني | يتم الاتصال مباشرة مع البنك (الهاتف أو الفاكس) |
| طبيعة العقود | هي عقود نمطية: - المبالغ نمطية حسب العملة، تواريخ التسليم نمطية والشهور محددة والعمولة كذلك محددة. _ لها سوق ثانوية تغص بالمضاربين | هي عقود شخصية عن طريق التفاوض: _ العمولة تكون محل تفاوض ولا يتم الاعلان عنها ليس لها سوق ثانوي ولا مجال فيها للمضاربة. |
| الطرف المتعاقد | تقوم غرفة المقاصة بدور الطرف المتعاقد فهي التي تشتري وتبيع من الأطراف المتعاقدة وتحمل المخاطر الائتمانية للعقد في حالة اخلال أحد الأطراف بالتزاماته | العلاقة بين البنك والعميل هي علاقة شخصية مباشرة ويتحمل الأطراف المتعاقد كل المخاطر الائتمانية |
| الضمان | يستخدم الهامش كضمان ضد مخاطر تأخر الطرف المتعاقد عن الوفاء بالتزاماته | الضمان هو الجدارة الائتمانية للعميل التي يقدرها البنك |
| السيولة | تتاح السيولة من خلال الهامش المدفوع. | تتوفر السيولة من خلال الحد الائتماني الذي يمنحه البنك لعميله. |
| التسوية | من خلال غرفة المقاصة ويتم دفع الأرباح وتحصيل الخسائر للعميل يوميا، وهو ما يجعل التقييم اليومي للعقود يعكس قيمتها السوقية الفعلية | تتوقف التسوية على ترتيبات الإجراءات المتفق عليها بين البنك والعميل، كما أنه لا يتم تسديد أية مدفوعات قبل إتمام التسوية النهائية للعقد |
| تسليم الأصل محل التعاقد | عادة لا يتم إنهاء العقد بتسليم الأصل بحيث يمكن شراء أو بيع عقد مقابل في نفس موعد الاستحقاق وأن النسبة لا تتجاوز 2% من العقود يتم إنهاؤها بالتسليم. | من غير الممكن إنهاء العقد إلا من خلال الطرف المقابل عادة ما يتم إنهاء العقد بتسليم الأصل الأساسي للعقد. |

المصدر: مفتاح صالح، المالية الدولية، مطبوعة لطلبة سنة رابعة ليسانس، تخصص مالية نقود وبنوك، جامعة بسكرة، السنة الجامعية 2006/2005، ص: 104.

الفرع الثاني: مز يا وعيوب العقود المستقبلية

يوضح الجدول التالي أهم المزايا والعيوب التي تتمتع بها العقود المالية المستقبلية:

الجدول رقم (III-3): مز يا وعيوب العقود المستقبلية

| المز يا | العيوب |
|--|---|
| العقود المستقبلية هي عقود نمطية مما يسهل تداولها في الأسواق المنظمة أسواق العقود المستقبلية تتمتع بالسيولة العالية مما يمكن من بيع العقود بسهولة ودون خسائر كبيرة. امكانية غلق وفتح المراكز بسهولة وجود غرفة المقاصة يقلل من المخاطر الائتمانية | وجود متطلبات الهامش. محدودية سوق التعامل في السوق النظامية للعقود المستقبلية كما أن التعامل محدود بأعضاء السوق فقط. لا يمكن تطويعها لتلبية رغبة أطراف العقد لكونها عقود نمطية ومحددة الشروط من طرف البورصة |

المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها، مؤسسة الوراق، الأردن، 2007، ص ص: 68-69.

المطلب الثاني: أنواع عقود الخيار

يمكن تقسيم الخيارات إلى عدة أنواع أخذنا بعدة معايير:

أولاً- الأنواع الرئيسية: حيث تقسم إلى خيارات الشراء وخيارات البيع.

- خيار الشراء: هو عقد بين طرفين (البائع والمشتري) يعطى فيه الحق للمشتري في الاختيار بين شراء أو عدم شراء أصل ما بسعر معين خلال فترة أو تاريخ مستقبلي، ويمنح المشتري هذا الحق لقاء مبلغ مالي يدفعه للبائع وهو المكافأة (سعر الخيار). ويقوم المشتري بتنفيذ حقه إذا كان السعر السوقي للأصل أكبر من سعر الممارسة.
- خيار البيع: هو أيضا عقد بين طرفين يمنح الحق لصاحب العقد في الاختيار بين بيع أو عدم بيع أصل معين بسعر ما وتاريخ مستقبلي مقابل علاوة دفع تدفع للبائع، ويتم التنفيذ إذا انخفض السعر السوقي عن سعر التنفيذ.

• الخيار المزدوج: وهو عقد يشمل حق اختيار البيع والشراء معا

ثانيا- حسب تاريخ التنفيذ: تقسم إلى:

- خيارات أمريكية: هي عقود يسمح فيها لصاحب العقد بأن يمارس حقه في شراء أو البيع في أي وقت في الفترة بين شرائه للعقد وتاريخ انتهاء صلاحية العقد.
- خيارات أوروبية: يكون فيها الحق لحامل العقد أن ينفذ عقده فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد (أي في يوم واحد).

ثالثا- حسب ملكية الأصل أو التغطية: تقسم إلى:

- عقد الخيار المغطى: وفيه يكون محرر العقد يمتلك الأصل موضوع العقد أي أنه يستطيع تغطية التزامه إذا اختار المشتري تنفيذ العقد.
- عقد الخيار غير المغطى: وفيه يكون محرر العقد لا يمتلك الأصل موضوع العقد، فإذا اختار المشتري تنفيذ العقد فإنه يضطر إلى شراء الأصل من السوق.

ر ابعا - حسب نوع الأصل محل التعاقد: تقسم إلى:

- عقد خيار أسعار فائدة: وهو عقد يلتزم بمقتضاه بائع الحق (المحرر) بضمان حد أقصى لمعدل الفائدة لا يتم الزيادة عنه (في حال قيام المشتري بالافتراض) أو حد أدنى لمعدل الفائدة (في حال قيام المشتري بالاستثمار) أو الجمع بين النظامين وذلك مقابل مكافأة أو عمولة.
- عقد خيار أسعار الصرف: عقد يعطي الحق للمشتري في اتمام عملية بيع أو شراء كمية من عملة معينة في تاريخ محدد في المستقبل مقابل دفع علاوة للمحرر.
- عقد خيار المؤشرات: هو عقد يكون موضوعه مؤشر ما للسوق مالي يمثل تشكيلة للأوراق مالية لا يتم تسلمها.

إلى جانب هذه الخيارات هناك أنواع أخرى للعقود الخيار المستحدثة والأكثر تعقيدا وهي عقود الخيارات

الأجلة، المرئية، التفضيلية، التبادلية، الحدودية، الثنائية..... الخ

المطلب الثاني: آلية عمل عقود الخيار

الفرع الأول: آلية عمل خيارات الشراء

مثال: مستثمر يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم لشركة معينة خلال شهرين فيقوم بشراء خيار شراء أجل أوروبي لـ 100 سهم من أسهم هذه الشركة، بسعر ممارسة 100 و.ن للسهم، وأن تاريخ انتهاء الصلاحية بعد شهرين، وسعر الخيار هو 5 و.ن للسهم.

بالنسبة لهذا المثال فإن المستثمر يشتري الخيار بسعر 5 و.ن \times 100 سهم = 500 و.ن (العلاوة) ويتفق مع البائع على سعر ممارسة (السعر المذكور في العقد) هو 100 و.ن. وهنا يكون أمام هذا المستثمر ثلاث حالات للتصرف في نهاية صلاحية العقد.

الحالة (1): نفرض أن سعر السهم السوقي ينخفض إلى 98 و.ن عند تاريخ انتهاء صلاحية العقد، هنا يختار مشتري العقد عدم تنفيذ الخيار أو الحق المتاح له، لأنه لا يمكن أن يشتري سهم بـ 100 و.ن في حين أنه يستطيع شراءه من السوق بـ 98 و.ن فقط ولو قام بالتنفيذ يتكبد خسارة متمثلة في 2 و.ن للسهم بالإضافة إلى العلاوة. أما في حال عدم تنفيذه يخسر فقط العلاوة أو المكافأة المبدئية وهي 500 و.ن.

الحالة (2): بفرض ارتفاع سعر السهم السوقي إلى 115 و.ن في تاريخ نهاية العقد، في هذه الحالة يقوم المستثمر بتنفيذ حقه في شراء 100 سهم بسعر 100 و.ن في حين يباع في السوق بمبلغ 115 و.ن، وهنا يحقق ربحاً يتمثل في:

$$115 - 100 = 15 \text{ و.ن للسهم} \quad \text{العائد (الربح)} = 15 \times 100 \text{ سهم} = 1500 \text{ و.ن}$$

أما الربح الصافي = العائد - العلاوة

$$= 1500 \text{ دج} - 500 = 1000 \text{ و.ن}$$

الحالة (3): يمكن لصاحب العقد أن يبيع عقد الخيار في البورصة وذلك في حالة ارتفاع أسعار الأسهم حيث ترتفع معها قيمة الخيار في حد ذاته.

هذا بالنسبة للمشتري أما البائع:

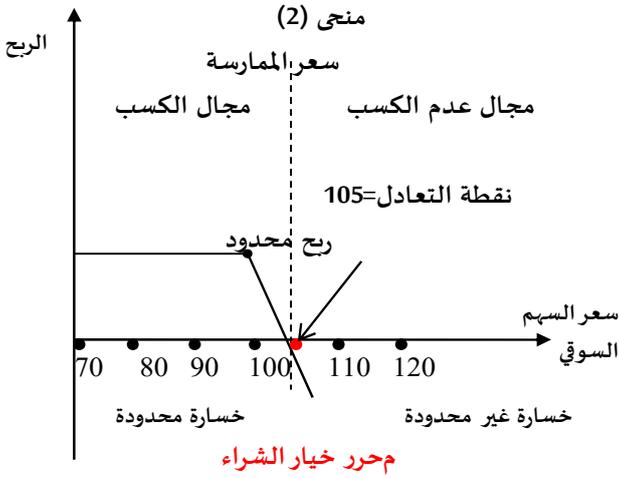
في الحالة الأولى يتحصل على عائد أو ربح ثابت وهو العلاوة أي 500 و.ن.

في الحالة الثانية: يتكبد خسارة متمثلة في 1000 و.ن

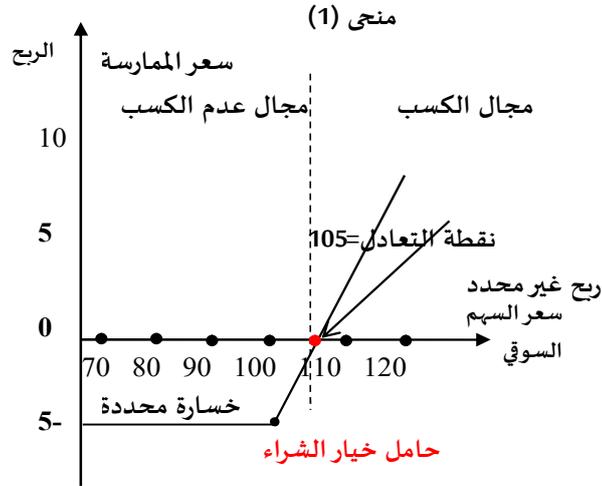
الخسارة = العلاوة - الخسارة الكلية = 500 - 1500 = 1000 و.ن

ويمكن تمثيل المثال بالمنحنى التالي:

الشكل رقم (III-03): منحنى بياني يوضح آلية عمل عقود خيار الشراء



الربح (الخسارة) من بيع خيار شراء أجل بسعر ممارسة 100



الربح (الخسارة) من شراء خيار أجل لسهم بسعر ممارسة 100

المصدر: مفتاح صالح، مطبوعة في المالية الدولية، لطلبة سنة رابعة ليسانس، تخصص مالية عقود وبنوك، جامعة بسكرة، السنة الجامعية 2005/2006، ص: 84.

نقطة التعادل = سعر الممارسة + العلاوة (المكافأة)

$$105 = 5 + 100 = \text{ون.}$$

نلاحظ من خلال المنحنى (1) أن: مشتري العقد لا يقوم بتنفيذ العقد إذا ما كان سعر السهم السوقي > سعر

الممارسة وبالتالي يخسر العلاوة فقط.

في حالة ارتفاع السعر السوقي عن سعر الممارسة يقوم بالتنفيذ رغم تعرضه لخسارة في المجال [100-105] فمثلا إذا كان السعر السوقي 102 ون. فإن الربح يتمثل في: 2 ون. $100 \times 2 = 200$ ون. والربح الصافي = $200 - 500 = -300$ (خسارة) إلى أن يبلغ السعر السوقي نقطة التعادل حيث لا يحقق المشتري أي ربح ولا خسارة وبعد ارتفاع السعر عن نقطة التعادل فإن المشتري يبدأ في تحقيق أرباح.

مثال: عند السعر 106 العائد = $100 \times 6 = 600$ ون.

الربح الصافي = $600 - 500 = 100$ ون.

أما بالنسبة للمنحنى (2): فإن البائع يحصل على أرباح متمثلة في العلاوة إذا لم ينفذ العقد أي إذا كان سعر السهم

السوقي أقل من سعر الممارسة.

وتبدأ أرباحه في الانخفاض إذا ما بدأ المشتري في تنفيذ عقده وذلك إذا كان سعر السهم السوقي أكبر من سعر الممارسة، لأن البائع هنا يقوم ببيع الأسهم بسعر أقل مما هو موجود في السوق، أما عند نقطة التعادل فلا يحقق لا ربح ولا خسارة.

عند نقطة التعادل: 105 دج - 100 (سعر الممارسة) = 5 دج (قيمة الخسارة).

$$0 = 500 - 500 = \text{الربح (الخسارة)} \quad 100 \times 5 = 500 \text{ ون.}$$

علاوة خسارة

الفرع الثاني: آلية عمل خيارات الشراء

مثال: نفترض أن بائع العقد يبيع خيار بيع أجل لأسهم شركة معينة بسعر ممارسة هو 50 ون. وبعلاوة 75 ون. (كلية) وهنا يقوم مشتري العقد بدفع علاوة يستلمها البائع وهي 75 ون. نأخذ الحالات التالية:

1. إذا كان سعر السهم السوقي 45 ون. هنا يقوم المشتري بتنفيذ عقده لأنه سيحصل على الأرباح فهو يبيع 100 سهم لبائع العقد (محرره) بسعر 50 دج في حين يستطيع شراءها من السوق بـ 45 ون. للسهم.

$$50 - 45 = 5 \text{ ون. الربح} = 100 \times 5 = 500 \text{ الربح الصافي} = 500 - 75 = 425$$

في حين أن بائع العقد يتكبد خسارة متمثلة في (75=500-425 ون.)

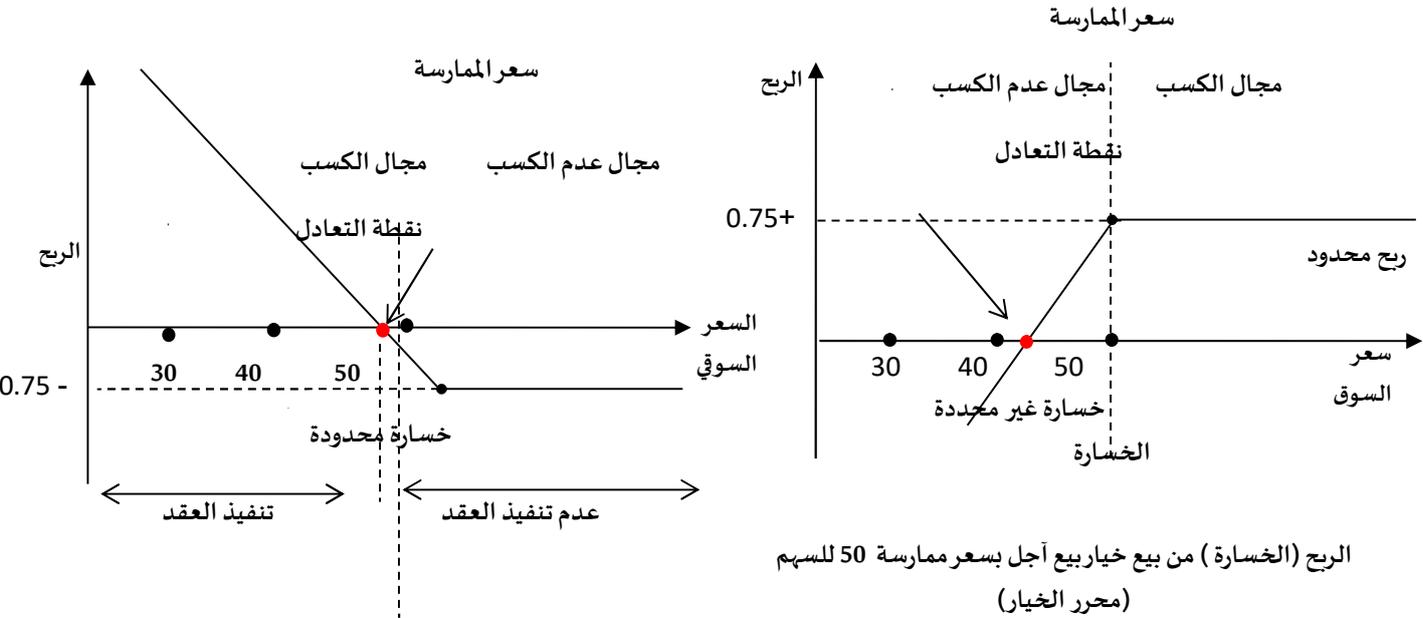
2. إذا كان سعر السهم السوقي أكبر من 50 ون. مثلا 60 ون. في هذه الحالة لا ينفذ المشتري حقه في البيع

ويخسر فقط العلاوة وهي 75 ون.

أما البائع فيحصل على ربح ثابت وهو العلاوة.

ويمكن تمثيل هذا المثال أيضا بمنحنيات بيانية:

الشكل رقم (III-04): منحني بياني يوضح آلية عمل عقود خيار البيع



الربح (الخسارة) من بيع خيار بيع أجل بسعر ممارسة 50 للسهم (محرر الخيار)

الربح (الخسارة) من شراء خيار بيع أجل بسعر ممارسة 50 (مشتري الخيار)

المصدر: مفتاح صالح، مطبوعة في المالية الدولية، لطلبة سنة رابعة ليسانس، تخصص مالية نقود وبنوك، جامعة بسكرة، السنة

الجامعية 2006/2005، ص: 86.

نقطة التعادل = سعر الممارسة - العلاوة

$$49.25 = 0.75 - 50 =$$

نلاحظ من خلال المنحنيات أنه إذا كان السعر السوقي للأسهم أقل من سعر الممارسة فإن مشتري العقد يقوم

بتنفيذ حقه ببيع 100 سهم بسعر 50 ون.

مثلا: عند السعر 40 ون: يربح المشتري 10 ون. للسهم \times 100 سهم = 1000 ون.

الربح الصافي: $925 = 75 - 1000$ ون.

بالنسبة للبائع فإنه يخسر قيمة الربح الصافي للمشتري لأنه يشتري أسهم بسعر 50 و.ن في حين تباع في السوق بـ40 دج فقط، أي الخسارة 1000 و.ن.

أما عند بلوغ نقطة التعادل وهي سعر الممارسة - العلاوة فإن كل من المشتري والبائع لا يحققان ربحاً ولا خسارة، لأنه في نقطة التعادل يكون سعر السهم السوقي 49,25.

$$0.75 = 49.25 - 50$$

$$\text{الربح (الخسارة)} = 0 = 0.75 - 0.75$$

أما إذا ارتفع سعر السهم السوقي عن سعر الممارسة ففي هذه الحالة فإن المشتري لا ينفذ العقد ويتكبد خسارة متمثلة في سعر الخيار (العلامة) أي 0.75 للسهم، أما البائع فيحقق ربحاً وهو قيمة العلامة.

المطلب الرابع: العوامل المؤثرة على سعر الخيار

لعقود الخيارات المالية المعاصرة من وجهة نظر المتعاملين بمجموعة من المحددات التي يتأثر بها سعر الخيار (العلامة) في البورصة الذي يتوازن بقوة العرض والطلب هذا التوازن يتأثر بعدد من المتغيرات أهمها:

1) القيمة السوقية للسهم:

إن لمستوى السعر السوقي للسهم تأثير مباشر على القيمة الذاتية للخيار حيث أن أي زيادة في سعر السهم لها تأثير موجب على القيمة الذاتية لخيار الشراء ولها تأثير سلبي على القيمة الذاتية لخيار البيع،¹ فارتفاع القيمة السوقية للسهم في السوق الحاضر يجعل المشتري خيار الشراء مستعد لدفع علاوة أكبر للحصول على هذا الخيار وذلك لزيادة احتمال تنفيذه وتحقيق الأرباح، والعكس في حالة خيار البيع الذي ستخضع طلبات الشراء عليه.

2) سعر التنفيذ (الممارسة):

لسعر التنفيذ تأثير مباشر أيضاً على القيمة الذاتية للخيار، هذا يعني أنه في ظل سعر معين للسهم فإن خيار الشراء ذو سعر التنفيذ المنخفض أكثر تكلفة من خيار الشراء ذو سعر التنفيذ المرتفع، أما فيما يتعلق بخيار البيع فإن خيار البيع ذو سعر التنفيذ الأعلى أكثر تكلفة بالنسبة للمستثمر.²

3) درجة التقلب في أسعار الأسهم:

يعتبر تقلب سعر السهم محل العقد متغيراً أساسياً، يحدد سعر الخيار فالتقلبات الكبيرة في سعر السهم، تعني وجود فرصة أفضل أمام المشتري لتنفيذ الخيار وتحقيق الأرباح على حساب المحرر، وهذا بالتبعية يعني مطالبة المحرر بمكافأة (سعر خيار) أكبر على الخيار لتعويضه عن الفرص السانحة لتنفيذ هذا الخيار، وما ينطبق على خيار الشراء ينطبق أيضاً على خيار البيع.³

4) أسعار الفائدة:

عندما ترتفع أسعار الفائدة يتعين أن تكون قيمة المكافأة كبيرة بالقدر الذي يشجع المستثمر على تحرير الاختيار، فضلاً عن إياه على استثمارات أخرى بديلة تنطوي على قدر أقل من المخاطر أو لا تنطوي على مخاطر على الإطلاق، فلولم يحصل المستثمر على مكافأة عالية في مقابل الخيار الذي يحرره، فسوف يكون من الأفضل له أن يبيع السهم الذي

¹ ?? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? .493 :?

² ? ? ? ? ? ? .494 :?

³ ?? ?? ?? ?? ?? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? 1997 :? .580

يمتلكه، بدلا من تحرير خيار عليه ويستثمر الحصيلة في استثمار يتعرض لمخاطر أقل كالسندات والودائع المصرفية.¹

(5) المدة المتبقية من حياة الخيار:

للمدة المتبقية من حياة الخيار تأثير على القيمة الزمنية للخيار فبافتراض وجود خيارين متماثلين في مختلف الأوجه فيما عدا المدة المتبقية حتى نهاية الخيار، فإن ثمن الخيار الذي مدته المتبقية أكثر مقارنة بالآخر تكون أعلى ويرجع ذلك الى تفاوت القيمة الزمنية التي تصبح صفرا عند تاريخ نفاذ الخيار وتنخفض بسرعة في الأسابيع القليلة الأخيرة من حياته مقارنة ببداية حياة الخيار.²

(6) التوزيعات النقدية:

عندما يقرر مجلس الإدارة إجراء توزيعات نقدية في تاريخ معين، وإذا ما اشترى المستثمر السهم في اليوم التالي لذلك التاريخ فلن يكون من حقه المطالبة بتلك التوزيعات غير أنه سيدفع في شراءه مبلغا يقل عن قيمته السوقية قبل ذلك اليوم، هذا الانخفاض في القيمة السوقية للسهم يتوقع أن يصحبه انخفاض في قيمة المكافأة المطلوبة في حالة اختيار الشراء لأنه بانخفاض القيمة السوقية للسهم ينخفض احتمال تنفيذ الخيار، مما يعني انخفاض المخاطر (الخسائر) التي يتعرض لها المحرر، والعكس يحدث في حالة اختيار البيع.³

المطلب الخامس: مقارنة بين العقود المستقبلية وعقود الخيار:

هناك بعض أوجه التشابه بينهما، كما نجد بعض جوانب الاختلاف:

أولا - أوجه التشابه:

- لا يخول العقدان للمتعاقد أي حق على موضوع العقد قبل موعد التسليم.
- يعطي العقدان لحاملهما الحق في شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد بسعر يحدد عند التعاقد.
- يعطي العقدان فترة مستقبلية، وتكلفة التعامل في كل منهما بسيطة.
- تتمتع عقود الخيار والعقود المستقبلية بجاذبية بالنسبة للمضاربين خاصة وأنه في استطاعتهم المضاربة على أسعار السلع المتاحة في السوق سواء كانت بضائع أو عملات أو أسهم أو أدوات الخزانة ... إلخ، دون الحاجة إلى تملك الأصول محل المضاربة.

ثانيا- أوجه الاختلاف:

- يكون لمشتري عقد الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، أما العقود المستقبلية فهي عقود ملزمة للمتعاقدين لشراء الأصل محل التعاقد بالسعر المحدد، على أن يتم التسليم ودفع القيمة في تاريخ لاحق.
- تقتصر خسارة المشتري في عقد الخيار على قيمة العلاوة المدفوعة، في حين تمتد الخسارة في حالة العقود المستقبلية لتشمل القيمة الكلية للعقد.
- لا يحق لمشتري عقد الخيار استرداد قيمة العلاوة التي دفعها للبائع عند التعاقد، في حين أن الهامش المبدئي في العقود المستقبلية يمكن استرداده بالكامل إذا لم يتعرض المتعاقد للخسارة.

¹ ?? ?? ?? ?? ? ? : 581.

² ?? ? ? ? : 494.

³ ?? ?? ?? ?? ? ? : 582.

الفرع الثالث: استخدامات عقود المبادلة

وتمارس عمليات المبادلة في الأحوال التالية:¹

- (1) تحويل عملة ما إلى عملة أخرى بشكل مؤقت وبدون الاحتفاظ بمركز العملة الأجنبية ويستخدم هذا الأسلوب في عمليات الترجيح المغطى بأسعار الفوائد.
- (2) تستخدم عمليات المبادلة لخلق وضع آجل مقابل وضع آجل (Foward against foward), كأن يباع الإسترليني مقابل الدولار تسليم آجل لمدة ثلاثة شهور, ثم شراء إسترليني مقابل دولار تسليم شهر واحد, وذلك لتوقع تغير مقدار العلاوة أو الخصم (الذي يعكس فروق أسعار الفائدة على العملتين) لصالح المتعامل.
- (3) إذا لم يكن في الإمكان اقتراض أو إقراض عملة ما خلال فترة محددة بسبب عدم تواجد المقرض أو المقترض الذين تتفق ظروف ككل منهما مع الآخر من حيث قيمة القرض المطلوب أو مدة القرض ذاته, فإنه يمكن شراء هذه العملة في تاريخ فوري ثم يبيعها في تاريخ آجل بحيث تكون المدة الفاصلة بين التاريخين تتفق مع مدة القرض المطلوب, ويتم هذا من خلال عمليات المبادلة.
- (4) إذا خرج رأس المال بعملة ما للاستثمار في الخارج بعملة أجنبية أخرى (لارتفاع أسعار الفائدة على هذه الأخيرة مثلا) فإن عملية المبادلة تجنب المستثمر مخاطر تغير سعر الصرف عند إعادة تحويل رأس المال المستثمر إلى العملة الوطنية.
- (5) تستخدم البنوك المركزية عمليات المبادلة لتثبيت أسعار صرف عملاتها عندما تتعرض لضغوط عليها بسبب المضاربة, إذ يشتري البنك عملة أجنبية مقابل بيع عملة محلية بيعا فوريا ثم يبيع عملة أجنبية مقابل شراء عملة محلية آجلا في نفس الوقت أو العكس, وذلك للتخفيف من الضغوط الواقعة على عملته, وتلجأ البنوك المركزية أيضا للمبادلة من أجل توفير السيولة في الاقتصاد الوطني أو للتخلص من السيولة الفائضة إذا ما دعت الحاجة إلى ذلك.

المطلب الثاني: أنواع عقود المبادلة

تتضمن عقود المبادلة عدة أنواع تختلف باختلاف الأصول محل التعاقد, ويمكن توضيح أهم أنواعها من خلال هذا المطلب.

الفرع الأول: عقود مبادلة أسعار الفائدة

هي عبارة عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد بموجب فترات منتظمة على مبالغ محددة بعملة معينة دون أن يقرن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ, ويتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال وذلك بسبب اختلاف ملاءة المقترضون من جهة, واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقرضين ومستثمرين حول تقلب أسعار الفائدة السوقية والمخاطر الناجمة عن ذلك والتي قد تؤدي إلى الإفلاس Bankruptcy من جهة ثانية. وعقد مبادلة أسعار الفائدة هو عبارة عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد بموجب فترات منتظمة, وهذا النوع ينقسم بدوره إلى أنواع:

أولا- عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة: Swaps Rate Interest Floating For Fixed

وفيه يوافق أحد الأطراف الداخل في المبادلة على أن يدفع سلسلة معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة. وهذا الطرف يُطلق عليه Fixed-Rate Payer في

¹ ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ : 99-98 .

المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل في عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة العائمة ويُطلق على هذا الطرف (دافع معدل الفائدة المتغير) Floting –Rate Payer وذلك وفقاً لمعدل مرجعي ويتحدد هذا المعدل وفقاً لمعدل الفائدة للمعاملات بين المصارف في لندن «London Inter-Bank Offering Rate» الذي يرمز له اختصاراً بالرمز «LIBOR» الذي يعبر عن سعر الفائدة بين البنوك حيث تستعمله البنوك العالمية الكبيرة لإقراض البنوك الأخرى، وأسعار الفائدة العائمة في أسواق عقود المبادلات غالباً ما تتحدد على أساس سعر مساوي لسعر LIBOR والذي يُطلق عليه أحياناً LIBOR FLAT. وغالباً ما يُضاف إلى هذا المعدل نسبة معينة، مثلاً ليبور + 7 نقطة أساس. والنقطة في سعر الفائدة تساوي 1% فإذا تغير سعر الفائدة من 9% إلى 9.5% فيقال إن هناك ارتفاع بنصف نقطة.

يقوم عقد مبادلة الفائدة على الأركان التالية:

- دافع الفائدة الثابتة: يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة الثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة لذلك يطلق عليه دافع الفائدة الثابتة وعلى هذا الأساس إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى من معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الثاني.
- دافع الفائدة المتغيرة: يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة لذلك يطلق عليه دافع الفائدة المتغيرة وعلى هذا الأساس إذا انخفض معدل الفائدة المتغيرة من معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الأول.
- معدل الفائدة الثابتة: هو سعر الفائدة الثابت في العقد والذي يدفعه الطرف الأول للطرف الثاني في مقابل أن يدفع للطرف الأول معدل الفائدة المتغيرة.
- معدل الفائدة المتغيرة: هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة، ويعتبر سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس «LIBOR» أكثر أسعار الفائدة استخداماً في عقود المبادلة.
- القيمة المرجعية لعقد المبادلة: هو مقدار افتراضي متفق عليه بين طرفي العقد، والذي يستخدم لحساب قيمة معدل الفائدة، ولكن لا يتم تبادلها فيما بينهما، ويجب أن يتفق أطراف العقد ليس فقط على تاريخ الدفع النظري لمعدلي الفائدة، ولكن أيضاً على التواريخ المرجعية أو فترات لحساب معدلات الفائدة المستخدمة لتحديد التدفقات النقدية المتولدة عن الاتفاق.
- التسوية: يتم تسوية لعقود المبادلة على أساس دوري متفق عليه (كل ثلاثة أشهر، كل ستة أشهر،...) وباعتبار أن أسعار LIBOR (الفائدة المتغيرة) غير معروفة في المستقبل لذلك فإن مدفوعات الفائدة المتغيرة في الزمن T سوف تعتمد على سعر LIBOR في الزمن T-1.

ثانياً- عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيّد Caps:

وهي عبارة عن عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيّد بحدود دنيا أو عليا.

ثالثاً- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيّد Floors:

وهي عقود مبادلات تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها في نفس الوقت محددة بحد معين.

رابعاً- عقود المبادلة المختلطة Collars:

تقوم هذه العقود على اتخاذ مركز طويل من خلال شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيّد Cap وفي نفس الوقت بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيّد Floor.

قد حدد السعر الذي يرغب فيه كل منهما أما الأرباح والخسائر الناجمة عن اختلاف هذه الأسعار عن الأسعار الجارية في السوق فسوف يتحمل عبئها القائم بترتيب عقد المبادلة وتتمثل أرباح البنك في الهامش بين السعر الذي يحدده والسعر الذي يحدده المشتري.

الفرع الرابع: المبادلة الاختيارية «Swaption»

هي عقد خيار لمبادلة أسعار فائدة يعطي حامله الحق وليس الالتزام للدخول في صفقة مبادلة أسعار فائدة، ثابتة أو متغيرة، خلال مدة محددة مستقبلية بشروط يتم الاتفاق عليها وقت التعاقد على الخيار. فالغرض من المبادلة الخيارية هو إتاحة الفرصة للعميل المقترض للاستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة خلال فترة معينة قادمة، وبالتالي يمكنه احتواء تكلفة التمويل عندما يتمكن من تثبيت سعر الفائدة عند نسبة معينة. ويدفع مشتري الخيار حامل الحق علاوةً للبائع للاستفادة من هذا الحق، وبذلك يكون قد حصل على ضمان بأن سعر الفائدة الذي سيدفعه على مبلغ معين قد تم تثبيته سلفاً، وذلك مقابل سداد علاوة معينة تؤمّنه ضد مخاطر تحرك سعر الفائدة في غير صالحه. والطرف البائع لعقود المبادلة الخيارية إما أن يكون بنكاً تجارياً أو بنك استثمار، وتتحمل هذه البنوك مخاطر تغيرات أسعار الفائدة مقابل الحصول على علاوة الخيار.

المطلب الثالث أمثلة على آلية عمل عقود المبادلة:

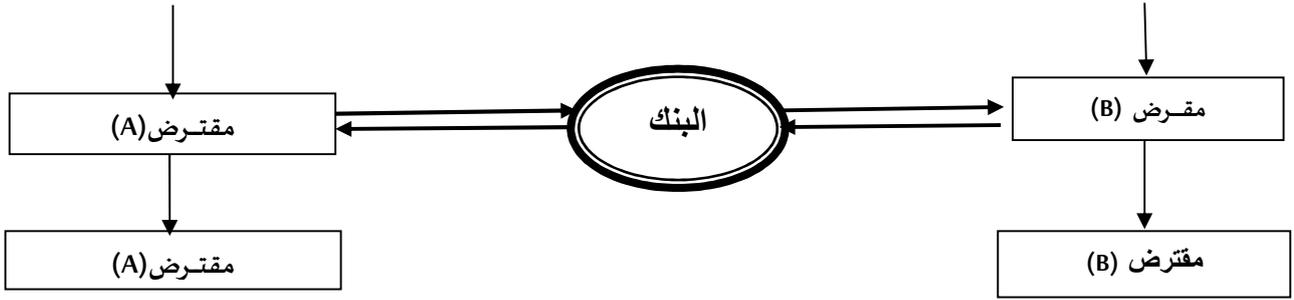
الفرع الأول: مبادلة عمليتين مع توسيط البنك

بافتراض أن أحد المستثمرين البريطانيين (A) يريد تمويل مشروع له في الولايات المتحدة الأمريكية وأنه يجد صعوبة في الاقتراض بالدولار من السوق الأمريكية، ففي هذه الحالة يمكنه اقتراض المبلغ المطلوب بالإسترليني ثم يبيعه في السوق مقابل الحصول على ما يعادله بالدولار بمعنى أن يكون عليه التزام بالإسترليني مقابل أصول مقومة بالدولار وسنفرض أن هناك أيضاً مستثمراً أمريكياً (B) يريد تمويل استثمار في إنجلترا ويجد صعوبة في الاقتراض بالإسترليني من السوق البريطانية، وفي هذه الحالة يمكنه أن يقترض المبلغ المطلوب بالدولار ثم يبيعه في السوق مقابل الحصول على ما يعادله بالإسترليني (بمعنى أن يكون عليه التزام مقوم بالدولار مقابل أصول مقومة بالإسترليني) في هاتين الحالتين: سيجد المستثمران (A) و (B) أن لدى كل منهما مركزاً مكشوفاً بالنقد الأجنبي وأنه معرض للخسارة في حالة تغيير سعر الصرف في غير صالحه.

فالمقترض (A) سوف يتعرض للخسارة في حالة ارتفاع قيمة الإسترليني مقابل الدولار إذ أنه سيعيد شراء الإسترليني بسعر أعلى لتسديد مدفوعات الأقساط والفوائد، و سيجد المقترض (B) أنه سوف يتعرض لنفس المخاطر إذا ما ارتفع الدولار مقابل الإسترليني ولتجنب هذه المخاطر يتم عقد صفقة مبادلة من خلال أحد البنوك بحيث يتعهد المقترض (A) بتسديد الأقساط والفوائد المستحقة على القرض بالدولار لمقرض (B) من خلال البنك، كما يتعهد المقترض (B) بتسديد الأقساط والفوائد المستحقة على القرض بالإسترليني للمقترض (A) من البنك الذي يقوم بدور الوسيط مقابل عمولة يتقاضاها من كل المقترضين دون الحاجة إلى معرفة أي منهما بالآخر، وبدون أن يدري أي من المقرضين بأن عملية مبادلة قد تمت، وهذا حسب الشكل التالي:

الشكل رقم (III-04): مبادلة عمليتين مع توسيط البنك





المصدر: مفتاح صالح، مطبوعة في المالية الدولية، لطلبة سنة رابعة ليسانس، تخصص مالية نقود وبنوك، جامعة بسكرة، السنة

الجامعية 2006/2005، ص: 86

الفرع الثاني: مبادلة عملات معدل فائدة ثابتة مع معدل فائدة متغير

بفرض أنه لدينا بنك أمريكي معظم أصوله استثمارات قصيرة الأجل بمعدل فائدة متغير بالدولار، وأن هناك جزء من هذه الأصول ممول بسندات أجل استحقاقها 4 سنوات بمعدل فائدة ثابت 10% بالجنيه الإسترليني بقيمة اسمية 50 مليون جنيه إسترليني. ومن ناحية أخرى نفرض أن هناك بنك انجليزي أصولها كلها استثمارات طويلة الأجل بمعدل عائد ثابت، ولكن هناك جزء من هذه الأصول ممول بالدولار الأمريكي بمقدار 100.000.000 دولار بمعدل فائدة متغير يساوي [ليبور + 2%]

المطلوب: أ_ ما هي المخاطر التي يتعرض لها كلا البنكين؟ وكيف يمكن تجنبها؟

ب_ أحسب التدفقات النقدية لعملية مبادلة بين البنكين، على افتراض أن معدل LIBOR لأربع سنوات

كالآتي: 9%، 7%، 8%، 10%. وسعر صرف مبادلة $1£ = 2\$$

الجواب:

أ- يتعرض كلا البنكين لمخاطر سعر الفائدة ومخاطر سعر الصرف لاختلاف عملة الأصول عن عملة الخصوم وذلك

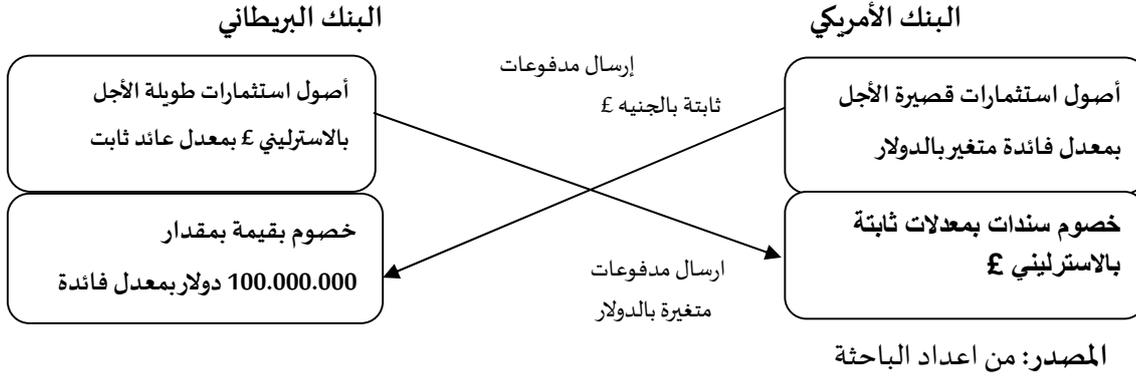
كما يلي:

للبنك الأمريكي إذا انخفض معدلات الفائدة على أصوله قصيرة الأجل وانخفاض قيمة الدولار مقابل الإسترليني، فسوف يواجه مشكلة دفع الفوائد والقيمة الاسمية للسندات بالإسترليني، وبذلك يكون الأفضل بالنسبة له تحويل التزاماته الثابتة إلى معدل متغير بالدولار للتطابق مع أصوله ذات المعدل المتغير بالدولار.

للبنك البريطاني حيث يواجه أيضا مخاطر سعر الفائدة ومخاطر سعر الصرف، فإذا ارتفعت معدلات الفائدة وارتفعت قيمة الدولار مقابل الجنيه الإسترليني، فهناك قد يجد صعوبة في تغطية التزاماته المتغيرة بالدولار، وكذلك دفع القيمة الاسمية للسندات بالدولار إلى معدل ثابت بالجنيه الإسترليني.

يمكن لكلا البنكين التخلص من هذه المخاطر بتحويل التزامات كل منهما كما يرغب من خلال دخولهما في عقد مبادلة عملات معدل فائدة ثابتة مع معدل فائدة متغيرة وذلك بالاتفاق على معدل صرف محدد، حيث يقوم البنك الأمريكي بإرسال مدفوعات متغيرة بالدولار إلى البنك البريطاني لتغطية الفوائد المتغيرة والقيمة الاسمية للسندات بالدولار، في حين يقوم البنك البريطاني بإرسال مدفوعات ثابتة بالجنيه الإسترليني إلى البنك الأمريكي لتغطية الفوائد الثابتة والقيمة الاسمية للسندات بالجنيه الإسترليني. ولتوضيح أكثر اليك الشكل التالي:

الشكل رقم (III-05): مبادلة عملات معدل فائدة ثابتة مع معدل فائدة متغيرة



ب- حساب التدفقات النقدية لعملية مبادلة بين البنكين، على افتراض أن معدل LIBOR لأربع سنوات كالأتي: 09%، 7%، 8%، 10%. وسعر صرف مبادلة \$2 = £1

الجدول رقم (III-04): التدفقات النقدية لعملية مبادلة عملات فائدة ثابتة بفائدة متغيرة

| نهاية السنة | المعدل (ليبور +) (% 2) | مدفوعات البنك الأمريكي للبنك البريطاني | مدفوعات البنك البريطاني إلى البنك الأمريكي | مدفوعات البنك البريطاني محولة إلى الدولار | صافي المدفوعات بالنسبة للبنك الأمريكي |
|-------------|-----------------------------|---|--|--|---|
| 1 | 11 | 11.000.000 | 5.000.000 | 10.000.000 | 1.000.000 + |
| 2 | 09 | 09.000.000 | 5.000.000 | 10.000.000 | 1.000.000 - |
| 3 | 10 | 10.000.000 | 5.000.000 | 10.000.000 | 0 |
| 4 | 12 | 112.000.000 | 55.000.000 | 110.000.000 | 2.000.000 + |

فرق المدفوعات بين البنكين هو 2.000.000 دولار

تمثلت نتيجة هذه المبادلة في دفع البنك الأمريكي مدفوعات أكثر من البنك البريطاني مقدارها 2 مليون دولار وهذه المدفوعات يمكن أن تدفع من البنك البريطاني بقيمتها الحالية أو على دفعات سنوية مع الفوائد بحيث يكون صافي المدفوعات لكل منهما مساو للصفر وتكون النتيجة النهائية هي التخلص من مخاطر كل من سعر الفائدة وسعر الصرف والتي كان سببها اختلاف معدلات الفائدة واختلاف العملات لكل من الأصول والخصوم.

الفرع الثالث: مزيا وعيوب عقود المبادلة

يمكننا أن نلخص أهم المزايا والعيوب التي تكتنف عقود المبادلة:

الجدول رقم (III-05): ? ? ? ? ? ? ? ?

| المزيا | العيوب |
|--|---|
| تحقيق هيكل اقتراض بالكلفة المرغوبة تمكين المقترضين من الدخول إلى مصادر تمويل جديدة اتستعمل في التحوط من مخاطر تقلب سعر الفائدة وأسعار الصرف مرونتها الكبيرة وإمكانية تصميمها حسب رغبة المتعاملين لا تتطلب دفع العلاوات أو الهوامش | لا تخضع لرقابة السوق المنظمة يصعب إلغاؤها أو تسيلها في اغلب الأحيان وجود مخاطر ائتمانية مرتفعة صعوبة قياس المخاطر الناتجة عنها تكون في بعض الأحيان معقدة وغامضة و يصعب فهمها من قبل المتعاملين |

Source: Reboul, Jean, Risk & Arbitrage: Gas Fleek Pressure of past Folias , Corporate finance no 55, June ,1989 , p.13.

الفصل الرابع: عمليات البورصة

تمهيد:

إن الانتقال من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد الأسواق المالية يتوجب أن تكون هناك قاعدة مؤسسية ملائمة وظروف ومحيط اقتصادي ملائم. وتعد "البورصة" أهم مؤسساتها وركيزة ضرورية لهذا النوع من الاقتصاديات.

لكن هذه السوق تختلف عن غيرها من الأسواق، فهي لا تعرض ولا تملك في معظم الأحوال البضائع والسلع، فالبضاعة أو السلعة التي يتم تداولها بها ليست أصول حقيقية بل أوراق مالية أو أصول مالية، وغالباً ما تكون هذه البضائع أسهم وسندات.

والبورصة سوق لها قواعد قانونية وفنية تحكم أداؤها وتحكم كيفية اختيار ورقة مالية معينة وتوقيت التصرف فيها وقد يتعرض المستثمر غير الرشيد أو غير المؤهل لخسارة كبرى في حال قيامه بشراء أو بيع الأوراق المالية في البورصة لأنه استند في استنتاجاته في البيع أو الشراء على بيانات خاطئة أو غير دقيقة أو أنه أساء تقدير تلك البيانات.

سنحاول من خلال هذا الفصل التعرض للتطور التاريخي لنشأة الأسواق الثانوية المنظمة من هيكل السوق المالي (البورصة) وكذا مفهومها والأنواع المختلفة لها مع التعرض لمختلف المتدخلون فيها وأدوارهم الأساسية ومناقشة المفاهيم الأساسية لمختلف الأنشطة من تسعير وأوامر البورصة مع تخصيص جزء لواقع نشاط بورصة الجزائر.

الفرع الثاني: المنتجات المالية المتداولة بالبورصة

"إن السوق المالي هو سوق التمويل طويل الأجل، تمثل البورصة الجزء الرئيسي منه في عملية التمويل ويتم التعامل داخل البورصة ببيع منقولة متعددة، نوضحها كما يلي:

- المنتجات المالية التي تمثل جزءاً من ملكية الشركة مثل "الأسهم العادية" و"الأسهم الممتازة".
- المنتجات المالية التي تمثل ديناً على الشركة مثل "السندات" بكل أشكالها.
- المنتجات المالية المستحدثة "المشتقات المالية": هي أوراق مالية على شكل عقود، تشتق قيمتها من قيمة الأصل موضوع التداول مثل: عقود الخيار، العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود المبادلة وعقود الريبوا «Repo».

المبحث الثاني: نشاط البورصة

تمثل البورصة مجالاً واسعاً لتداول مختلف الأوراق المالية، حيث تسمح بنشاط عدد كبير من المتدخلين بالتفاوض حول تسعيرة البورصة بيعاً وشراءً للقيم المنقولة، ويحكم نشاط العمليات داخل البورصة هيئات رقابية مختصة بالنظام الداخلي للبورصة لأجل ضمان السير الحسن للمعاملات.

المطلب الأول: الهيئات المنظمة للبورصة

يهدف حماية المدخرين، وتفادياً لكل التجاوزات التي يمكن أن تحدث في البورصة، فإنها تخضع إلى تنظيمات رقابية من طرف لجان مختصة بالنظام الداخلي للبورصة، تتأكد من صحة المعاملات وسلامة الممارسات، وتختلف تسمية وعدد الهيئات المنظمة للبورصة باختلاف النظام القانوني في كل دولة وأهم تلك الهيئات الرقابية نذكر:

أولاً - اللجنة العليا لمراقبة وتنظيم البورصة (*)

وتمثل الإدارة العليا في البورصة، تتكون من مجموعة من الأعضاء، يقومون بالمهام التالية:

- الإشراف على سير العمل في البورصة والعمليات الجارية فيها؛
- تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة؛
- تسجيل الشركات والهيئات التي تعقد صفقات بالبورصة؛
- الإشراف على الأسعار، بتحديد أسعار الأوراق المالية التي تلتقي عندها جميع عروض البيع والشراء والإعلان عنها.

ثانياً - اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية:

تعمل هذه اللجان على تنظيم ومراقبة جميع المعاملات بالبورصة، وتختص كل لجنة في مجال معين من نشاطات البورصة، وأهم هذه اللجان نذكر:

- لجنة التأديب: وتختص في فصل المخالفات بين أطراف العمل داخل البورصة.
- لجنة التحكيم: تعمل على حل المنازعات بين أعضاء البورصة والوسطاء.
- لجنة التسعيرة: وتهتم بتحديد أسعار الأوراق المالية الرسمية ونشرها في البورصة.

* « The Securities Exchange Commission » ??? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ?
 1929 ? 1933 ? ? ? ? ? ? ? ? ? ?
 The Securities and Investment ????
 Commission des Operation de Bourse ?
 . ?

- لجنة قيد الأوراق المالية: تختص هذه اللجنة بقبول أو رفض أوراق الشركات في جدول التسعيرة.
 - لجنة المقاصة: تقوم بإجراء المقاصة بين عمليات أعضاء البورصة من بائعين ومشتريين.
 - لجنة المراقبة: وتهتم بمراقبة أوضاع السوق، وحركات الأسعار، وطبيعة العمليات.
 - لجنة السماسرة: تختص هذه اللجنة باختيار السماسرة وفقا للشروط الواردة في قوانين البورصة.
- ثالثا - عضوية البورصة:

تتكون الجمعية العمومية في البورصة من ثلاث مجموعات من الأعضاء:

- الأعضاء المنظمون: وهم البنوك، الشركات، صناديق الادخار التي تعمل في مجال الأوراق المالية.
- الأعضاء المراسلون: وهم السماسرة المقيدون في البورصات الأجنبية.
- الأعضاء العاملون: وهم السماسرة ومساعدوهم (الوكلاء، الوسطاء، صناع السوق).

المطلب الثاني: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية

ينشط في البورصة عدد كبير من المؤسسات والشركات المقيدة ضمن تسعيرة البورصة، ويمكن توضيح المتدخلون على مستوى البورصة كما يلي:

أولا- المتعاملون في البورصة:

يعتبر النشاط الرئيسي للبورصة هو التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء لذا فإن المتعاملين في هذا المجال إما وحدات عارضة للأوراق المالية والتي تمثل أساسا في الحكومة ومؤسسات الأعمال بينما الوحدات الطالبة تتمثل في الوحدات المقرضة الأفراد، المؤسسات. وأهم هؤلاء نذكر:

1. الجمهور (الأفراد):

وهم الأفراد الذين يستثمرون في السوق المالية بطريقة مباشرة أو غير مباشرة باستعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار ويلجأ الأفراد للاستثمار في البورصة رغبة منهم في تحويل فوائدهم المالية إلى مدخرات مالية. ولقد عرف عدد الأفراد المستثمرين في البورصة تطور هائل منذ نهاية السبعينات من القرن الماضي وخاصة خلال عشرية الثمانينات ويرجع هذا التطور الكبير إلى موجة الخصخصة وبرامج انتقال ملكية الاستثمارات من القطاع العام إلى القطاع الخاص التي اعتمدها أوروبا في تلك الفترة، كما كان للإعفاءات الضريبية الأثر الحسن في زيادة الادخار المالي للأفراد وعدد المدخرين ومن أمثلة ذلك التشريع الخاص بحساب الادخار في الأسهم «CEA» تشجيع خطة شراء العمال لأسهم الشركات التي يعملون بها غيرها من الإعفاءات والتشجيعات الضريبية، حيث عرفت فرنسا تطورا معتبرا في مستوى الإدخار المالي حتى بلغ عدد المدخرين من القطاع العائلي الفرنسي حوالي 9.5 مليون مساهم في حين كان لا يتجاوز 2.3 مليون مساهم سنة 1980.¹

2. الدولة (الحكومة):

تعتبر الحكومات أيضا من بين المتدخلين في البورصة وخاصة في أسواق السندات حيث أن إصداراتها تعتبر أفضل الإصدارات من حيث المخاطرة، إذ عادة ما تلجأ الحكومات إلى هذه الإصدارات من أجل تغطية العجز في الميزانية العمومية أو من أجل تمويل المشاريع التنموية الضخمة وخاصة منها ذات الطابع الاجتماعي أو من أجل التحكم في معدلات التضخم.

3. المؤسسات الصناعية والتجارية:

وهي من بين المتدخلين الرئيسيين في البورصة، والأسواق المالية بصورة عامة، فهي تلجأ إلى تلك الأسواق من أجل الحصول على رؤوس أموال ضرورية بغرض تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة المتاحة لها أو بغرض التوسع ويتم ذلك إما عن طريق إصدار الأسهم أو إصدار السندات من أجل الحصول على ديون متوسطة أو طويلة الأجل.

¹ ؟؟؟؟ ؟؟؟ ؟؟؟ 2002 ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ 13-14.

وحتى يتسنى لها ذلك يجب أن تكون مسجلة أو مدرجة في البورصة ويخضع تسجيلها أو إدراجها لمجموعة من الشروط تتعلق في الغالب حول نسبة رأس المال المتخلي عنه للجمهور، النتائج المسجلة في السنوات الأخيرة وغيرها من الشروط التي تختلف من بلد لآخر.

4. المستثمرون المؤسسيون:

يعد المستثمرون المؤسسيون من المتدخلين المهمين والرئيسيين في السوق المالي في معظم الدول المتقدمة وذلك لما تجلبه هذه الفئة من اذخار نحو البورصة، إذ تعتبر هذه الفئة من أهم مزودي البورصة بالأموال على المدى الطويل لامتهازها بنوع من الثبات والاستقرار في قدرتها الادخارية والاستثمارية، وتضم هذه الفئة:

(أ) صناديق التقاعد:

وهي صناديق لها استقلالها الإداري والمالي بصفتها مؤسسات استثمارية، تقوم بجمع مبالغ عن مساهمات المستخدمين (العمال) وأرباب العمل على أن تدفع هذه المساهمات بشكل دفعات لاحقة عند التقاعد، تستثمر مواردها في الأدوات المالية طويلة الأجل.

(ب) شركات التأمين:

وهي شركات مساهمة عامة أو خاصة تعمل كوسيط يقبل الأموال التي تتمثل في الأقساط التي يقدمها المؤمن لهم ثم تعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد معين، فهي مشروعات وظيفتها تأمين الأفراد ضد خطر معين ولكنها تلعب دور غير مباشر كواحد من أهم مؤسسات الوساطة المالية، حيث تقوم بتجميع الفوائض المالية في صورة أسهم وأقساط تأمين وتقوم بنقلها إلى الوحدات العاجزة من مشروعات قيد التأسيس أو مشروعات قائمة بالفعل.

(ج) البنوك:

هي مؤسسات ائتمانية تقوم بتلقي الودائع وتقديم الائتمان للقطاعات الاقتصادية المختلفة، ونظرا للتطورات المتنامية التي شهدتها الصناعة المصرفية العالمية اتجهت البنوك إلى مجالات أعمال جديدة كاستحداثها لقسم الأوراق المالية والتي تتمثل مهامه فيما يلي:

- بيع الأوراق المالية والاكتتاب فيما لصالح العملاء أو لحسابه الخاص والقيام بدور السمسرة؛
- تقديم المشورة المالية للمستثمرين والمؤسسات المصدرة والمكتتبة في الأوراق المالية؛
- تسيير المحافظ المالية لحسابات العملاء المتعلقة بالاستثمارات في الأوراق المالية؛
- إدارة صناديق الاستثمار المتخصصة في الاستثمار في الأوراق المالية والإشراف عليها.

(د) مؤسسات التوظيف الجماعي:

وهي مؤسسات مالية وسيطة تقوم بجمع الموارد المالية من صغار المستثمرين حيث تقوم ببيعهم حصص مشاركة مقابل أموالهم وتقوم بشراء أوراق مالية بأسعار منخفضة فتحقق هذه المنافع عن طريق تخفيض تكاليف شراء الأدوات المالية مباشرة دون وساطة السماسرة وبذلك توفر العمولة التي يفترض أن يحصل عليها هؤلاء السماسرة وتقوم هذه الصناديق بشراء محافظ استثمارية متنوعة من الأوراق المالية مثل: شركات الاستثمار وشركات التمويل.¹

ويمثل الشكل الموالي ملخص لأدوار المؤسسات المالية الناشطة في البورصة.

الشكل (01-VI): مقارنة الأدوار بين المؤسسات المالية

¹ ?? ? ?? ? ?? ? ?? ? ?? ? ?? ? ?? ? ? ? ? ? ? 2006 : 291.

تعاملات واسعة وعدم قدرة السماسرة الوكلاء على تغطيتها، حيث يجرون المعاملات نيابة عنهم مقابل الحصول على جزء من العمولة..

2.2. تجار الصالة «Floor Trader»:

ويطلق عليهم بالتجار المسجلين، وهم يختلفون عن سماسرة الصالة لأنهم يعملون لحسابهم الخاص فقط، وهم مضاربون يبحثون في الصالة عن فرص بيع وشراء أوراق مربحة ويتاجرون بدون عمولة لأنهم يمتلكون مقاعدهم، وهم بعض الأحيان يشترون ويبيعون نفس الأسهم في نفس اليوم عدة مرات لكي يحصلون على ربح ناتج من تغير في الأسعار و يتوقف ربح تجار الصالة على تسعير الأوراق المالية وكذلك على دقة توقعاتهم، بخصوص حركة الأسعار، وبالتالي فإنهم لا يتحملون ولا يدفعون عمولات مقابل تعاملاتهم في السوق ومن ثم فهم يتحملون تغير الأسعار¹.

ويوجد ضمن هذه الفئة نجد ما يسمى بتاجر الطلبيات الصغيرة Odd-Lot Dealer حيث يقومون بشراء الأوراق المالية بكميات كبيرة ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات صغيرة محققين بذلك هامش من الربح ممثلا في الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.

3.2. المتخصصون:

يحتكر المتخصصون التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق المخصصة لهم من قبل البورصة بحيث لا يمكن أن يتعامل في الورقة أو الأوراق أكثر من متخصص واحد فهو وحده الذي يطلع على دفتر الأوامر المحددة للأوراق التي يتعامل فيها ويجمع المتخصص بين نشاط السمسار ونشاط التاجر إذ ينفذ عمليات لصالح بيوت السمسرة مقابل عمولة، كما أنه يتعامل لحسابه الخاص محتملا مخاطر تقلب ورقته المالية إيجابا أو سلبا.

4.2. صانع السوق "Market Maker":

هو شخص أو شركة مرخص لها من إدارة البورصة بالتعامل في أسهم شركات معينة، حيث يحتفظ بمخزون معين من أسهم تلك الشركات، ويقوم بالشراء والبيع لحسابه الخاص، وإما لصالح عملائه من الوسطاء والسماسرة وغيرهم ويلتزم صانع السوق بشروط وضوابط معينة الهدف منها مد السوق بالمرونة والسيولة اللازمة في أي وقت من الأوقات وذلك بالتزامه بالشراء عندما يكون هناك من يود البيع، والبيع عندما يكون هناك من يود الشراء وفي مقابل ذلك لا يقوم صانع السوق بدفع عمولة على العمليات التي يقوم بها.²

3. شركات المقاصة والتسوية:

- تقوم هذه الشركة بدور مكمل لعمل السمسار أو شركة السمسرة في اتمام صفقات التداول حيث تقوم بما يأتي:
- استكمال عمليات التي قامت بها شركات السمسرة من استلام وتسليم؛
 - تسوية المراكز المالية الناتجة عن عملية التداول بين الأطراف المتعامل فيما بينها؛
 - الحفظ المركزي حيث يودع العملاء الأوراق المالية عندها مقابل إيصالات وعند اتمام الصفقة تقوم الشركة بقيد حساب ملكية الأوراق لحساب المشتري وخصمها من حساب البائع وهي مازالت في الحفظ المركزي.

المطلب الثالث: معاملات البورصة

1 ? ?? ?? ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? 2006 ? ? : 117 .

2 ? 2010 ? ? : ?

• عمليات آجلة مضاعفة: وهي العمليات التي يكون فيها الحق للمضارب في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها بسعر التعاقد إذا رأى مصلحة في التصفية، على أن يدفع تعويضا مناسباً متفقاً عليه عند اتضاح الأسعار ولا يرد إليه، وتختلف قيمة التعويض بحسب كمية الزيادة وموضوع التخزين.

المبحث الثالث: آلية التعامل في البورصة

يهدف إتمام عملية تداول الأوراق المالية في البورصة وتحقيق التوازن بين العرض والطلب ولتوضيح قواعد وإجراءات التعامل في البورصة عادة ما يشترط توافر عدد من الترتيبات كنوع الأمر الذي يجب تنفيذه والأساليب المتبعة لتنفيذه، فضلاً عن آليات ضبط حركة الأسعار وهذا ما سنتطرق له في هذا المبحث:

المطلب الأول: أوامر البورصة

يتحدد نوع الأمر الذي ينفذه أو ينفذ من قبل المستثمر بعوامل، الزمن، الحجم، السعر لذا فهي تعرف عدى أشكال، لكن قبل ذلك يجب تعريف المقصود بالأوامر وهذا فحوى هذا المطلب.

الفرع الأول: تعريف أوامر البورصة

يعتبر الأمر بمثابة التفويض الذي يمنحه العميل للوسيط المالي في البورصة لأجل تنفيذ العمليات المتعلقة بشراء أو بيع الأوراق المالية بشروط محددة ومبينة بوضوح، ويتطلب هذا التوكيل أو التفويض تحرير أمر مكتوب يحتوي عادة على أهم توجيهات المستثمر المتعلقة بالعمليات التي كلف بها الوسيط وعموماً هناك معلومات تقليدية في كل أمر وهي:

- اسم الورقة المالية المرغوب الاستثمار فيها - مع العلم أن بعض البورصات تتطلب رمز، إذ يعطى رمز لكل ورقة متداولة -،
- عدد الأوراق المراد التعامل بها،
- نوع الصفقة (بيع أو شراء)،
- نوع السوق (آجل أو عاجل)،
- مدة صلاحية الأمر (يوم، أسبوع، شهر، ...، مفتوح)،
- سعر الصفقة وطبيعته (محدد أو غير محدد).

الفرع الثاني: أنواع أوامر البورصة

كما سبق وأن قلنا إن أوامر البورصة تحدد شروط بيع أو شراء الأوراق المالية، وكذا مسؤولية الوسيط حسب نوع الأمر المقدم له ومن هنا فإن هذه الأوامر تختلف باختلاف هذه الشروط فهي قد تختلف باختلاف سعر أو وقت التنفيذ أو كليهما معاً، بالإضافة إلى الخصوصيات التي قد يشترطها المستثمر، وبصفة عامة يمكن تقسيم الأوامر إلى الأقسام التالية:

أولاً- الأوامر المحددة بسعر التنفيذ:

وهي تلك الأوامر التي يكون فيها السعر المحدد من طرف المستثمر هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدم تنفيذها وهي على أنواع نذكر منها ما يلي:

- (1) أوامر التنفيذ بسعر السوق (الأمر بالسعر الأفضل): يعتبر الأمر الأكثر شيوعاً واستخداماً، بمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ الأمر على وجه السرعة وبأفضل سعر ممكن أن يجري عليه التعامل في السوق وقت استلام الأمر ومن هنا فالوسيط يبذل أقصى ما في جهده ليحصل على أفضل صفقة ممكنة في ذلك الوقت.¹
- (2) الأوامر المحددة: يضع العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام السمسار إلا الانتظار لاغتنام الفرصة المناسبة وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد. أي أن المشتري يحدد السعر الأقصى الذي يكون مستعداً لدفعه ويحدد البائع السعر الأدنى الذي يقبل مقابلته أن يتنازل عن صكوكه، وكما يبدو فإن أهم ميزة لمثل هذا النوع من الأوامر مقارنة بأمر السوق فإن المستثمر يكون على دراية مسبقة بقيمة الصفقة إلا أنه لا يكون متأكد من إمكانية تنفيذ الأمر نتيجة لعدم توافق سعر السوق مع السعر المحدد وعليه فإن إصدار هذا النوع من الأوامر لا بد أن يستند إلى مؤشرات مؤكدة نسبياً.²
- (3) الأوامر المحددة بسعر الافتتاح أو بسعر الإقفال: بمقتضى هذا الأمر يطلب المستثمر من السمسار أن يبيع أو يشتري له عدد معين من الأوراق المالية بسعر افتتاح التعامل في السوق أو بسعر الإقفال (سعر آخر جلسة تداول قبل الإقفال).³

ثانياً- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

هي تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها وتشمل:

- (1) الأوامر المحددة بيوم: وهي الأوامر التي تكون سارية المفعول فيه فقط طيلة اليوم الذي صدرت فيه أو لما تبقى من الساعات.
- (2) الأوامر المحددة بأسبوع أو شهر: بالنسبة للأمر الذي مدته أسبوع فإنه ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، ونفس الشيء بالنسبة للأمر الذي مدته شهر.
- (3) الأوامر المفتوحة: يقصد بالأمر المفتوح هو ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه من قبل الوسيط وفقاً للشروط التي تلقاها من قبل المستثمر أو حتى يقرر هذا الأخير إلغاؤه.

ثالثاً- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

وهي الأوامر التي يحدد فيها سعراً معيناً للتنفيذ كما يشترط أيضاً أن تتم الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوم أسبوع أو شهر وهي بذلك تجمع بين المزايا الأوامر المحددة لسعر التنفيذ والأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

- (1) الأوامر المحددة بسعر معين خلال فترة زمنية معينة: يقصد بها تلك الأوامر التي تحدد سعراً معيناً للتنفيذ كما تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر.

¹ ?? ?? ?? ?? ?? ? ? ? ? ? ? 1999 ? :? 126-125.

² ?? ?? ?? ? ? ? :? 250.

³ ?? ?? ?? ?? ? ? ? :? 60.

2) الأوامر المفتوحة في حدود سعر معين: يقصد بها تلك الأوامر التي لا تحدد زمنا أو وقتا معين للتنفيذ غير أنها تشترط لإتمام الصفقة أن يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو أفضل منه. ويتلاءم هذا النوع من الأوامر مع المستثمر الذي لديه ثقة بأن إعطاء وقت كافي للأمر كفيل بتنفيذه بالشروط التي يريدها.¹

رابعاً - الأوامر الخاصة:

وهي أوامر ذات طبيعة خاصة يمكن إبراز بعضها على النحو التالي:

- 1) الأمر بالإيقاف «stop order»: وهو الأمر يستعمل لتفادي الخسارة، وهو عبارة عن أمر بالبيع إذا انخفض السعر للحد معين أو دونه، وهو أمر بالشراء إذا ارتفع السعر إلى أمر معين أو فوقه.
- 2) الأمر المطلق: بموجب هذا الأمر تترك الحرية المطلقة للسهمسار في بيع أو شراء الأوراق المالية التي يراها مناسبة لمصلحة المستثمر من حيث نوع الأوراق وعددها وسعرها والوقت المناسب لتنفيذها.

خامساً- الأوامر المحددة لحجم الصفقة:

تتعلق هذه الأوامر بعدد الأوراق المالية المراد شراؤها أو بيعها حيث يقوم المستثمر بتحديد عدد الأوراق المالية المراد شراؤها أو بيعها، حيث يقوم المستثمر بتحديد العدد الفعلي المرغوب فيه، من نوع معين من الأوراق المالية ثم تحرير أمر للوسيط بتنفيذ الصفقة، وهناك عدة أشكال يمكن أن تأخذها هذه الأوامر منها:

- 1) الكل أو لا شيء: يحتم هذا الشكل من الأوامر على الوسيط بيع وشراء العدد المحدد في الأمر كلية وإذا تعذر عليه ذلك يلغي الأمر نهائياً أي عدم تنفيذه جزئياً، وبالتالي ينبغي في هذه الحالة على الوسيط البحث عن الطرف الآخر (البائع أو المشتري) الذي يبحث عن نفس العدد أو أكثر من نفس الورقة المالية موضوع الصفقة.
 - 2) عدد من الأوراق في كل حصة: يستخدم هذا الشكل من الأوامر عندما يرغب المستثمر في تنفيذ الأمر على دفعات متناسبة من جهة مع العدد الكلي الذي يريد شراءه أو بيعه من الأوراق المالية، ومتناسبة مع العدد الإجمالي المتداول في الحالات العادية في البورصة من جهة أخرى وبذلك يحدد عدد الأوراق الواجب تبادلها في كل حصة، قد يرفق هذا الشكل بالشكل السابق لإرغام الوسيط على تبادل العدد المحدد في الدفعة كلية دون تجزئة أو غيرها من الشروط، من إيجابيات هذا النوع أنه يمنع حدوث اختلالات في التوازن خاصة إذا ما تعلق الأمر بأوراق غير نشيطة.
 - 3) عدد من الأوراق خلال عد من الحصص: على عكس النوع السابق فإن هذا الشكل لا يحدد العدد الواجب تداوله في كل حصة، إنما يحدد الأمر عدد الأوراق الكلي الذي يجب على الوسيط شراؤه أو بيعه خلال عدد معين من الحصص، بمعنى آخر يقوم المستثمر هنا بتعيين التاريخ الذي يجب على الوسيط أن يتم قبله تنفيذ الصفقة كلية دون تحديد عدد الأوراق لكل حصة حيث يترك ذلك لتقدير الوسيط للظروف السائدة في البورصة.
- تعتبر هذه الصيغة أكثر مرونة من سابقتها ويمكن أن ترفق بخصوصيات أخرى كأن يضاف لها شرط يقضي بأن لا يقل عدد الأوراق في الدفعة عن حد معين كما تجدر الإشارة هنا إلا أن الخصوصيات المتعلقة بعدد الأوراق الذي يرغب المستثمر في تداولها لها علاقة أيضاً بمدى التنفيذ إذ يمكن أن ينظر إلى أسلوب أو شكل " عدد الأوراق من خلال عدد الحصص " على أنه البرنامج الزمني لتنفيذ أمر ما على عدة دفعات وفقاً لما يتمشى وإمكانيات وتفضيلات المستثمر

الفرع الثالث: خطوات تنفيذ أوامر البورصة

¹ ? ?? ?? ?? : ?? ?? ?? ? ?? ? 2008 ? : 89.

المطلب الثاني: التسعير في البورصة

لإجراء العمليات في البورصة وفقا لأسعار معينة، لابد من توفر بائعين ومشتريين للصكوك المالية، وخوفا من فروقات حادة في الأسعار، تضمنت أنظمة البورصات المختلفة أحكاما خاصة بالفروقات القصوى المسموح بها للأسعار المتتالية بعد السعر الأول المعروف، بشكل لا يتجاوز فيه نسبة معينة.

الفرع الأول: مفهوم التسعير في البورصة:

التسعير هو الطرق المتبعة في تحديد العرض والطلب لكل ورقة متداولة، وبالتالي تحديد سعرها داخل البورصة ونشره، والذي يتم على أساسه تنفيذ أوامر العملاء المسلمة للوسطاء عند سعر محدد، فسعر البورصة هو القيمة التي يبلغها سند ما إحدى جلسات البورصة، والذي يسجل بعد انتهاء الجلسة في لوحة التسعير. ويتم التوصل لسعر بيع أي سهما من الأسهم المتداولة في البورصة، وذلك عند بدأ التعامل اليومي بطرق عدة تتفق في جوهرها و مضمونها ولكنها تختلف من حيث الأسلوب و الإجراءات.

الفرع الثاني: طرق التسعير في البورصة:

هناك العديد من تقنيات التعامل أو كما تعرف بتقنيات التسعير التي تشترطها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية، تهدف تلك التقنيات بمجملها الى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعا¹، وهناك أكثر من بديل لتحديد سعر الورقة المالية داخل البورصة أبرزها نظام القاعدة الواحدة للتداول (التسعير الدوري) ونظام التداول الإلكتروني (التسعير المستمر):

أولا- التسعير الدوري:

يتم تطبيق هذه التقنية في الحالة التي يكون فيها الأوراق المالية ذات سيولة قليلة حيث يتم التداول مرة أو مرتين عن طريق تجميع أوامر البيع أو الشراء أو الموجودة في دفتر الأوامر²، وتتم هذه التقنية بطرق مختلفة أبرزها:

1. التسعير بالمناداة: وتتم باجتماع جميع ممثلي العروض والطلبات (المتعاملين) حول مقصورة البورصة (قاعة التداول) حيث ينادون بأعلى أصواتهم بقرارات البيع والشراء للكميات وحدود الأسعار المقدمة، حتى يتم التوازن ونشير إلى أنه يتم إعلان الجلسة بسعر افتتاحي وتنتهي الجلسة بسعر إقفال توازني، ونظرا للفوضى الناجمة في مجالس البورصة، فإنه يتم التعامل بالإشارات بين الوسطاء للإشارة على اقتراحاتهم.
2. التسعير بالأدراج: نعتبر هذه الطريقة كتابية سهلة، وبموجبها يتم توزيع مختلف الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص في بعض الأسهم حيث أن كل الأوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في أدراج الاختصاصي الذي يحدد سعر التوازن الذي يلائم أغلبية الأوامر.
3. التسعير بالصندوق: يُلجأ إلى هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع والشراء كثيرة ومتنوعة، وهي طريقة كثيرة الشبه بتسعيرة الدرج، يعمد الوسطاء في هذه الحالة على تجميع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، وتتدخل لجنة البورصة (لجنة التسعير) في تجميع كل الأوامر في صندوق واحد، ومن ثم تحديد سعر التوازن.
4. التسعير بالمعارضة أو المقابلة: تجمع هذه الطريقة بين تسعيرة المناداة وتسعيرة الدرج كون الأوامر تسجل بشكل عام كما هو في حالة الدرج، إضافة إلى ذلك فإن هذا الالتزام الكتابي يمكن أن يتم بمعارضة شفوية على التسعيرة التي لا تحقق طلباتهم، وذلك عن طريق المناداة.

¹ ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ 114.

² Jack glen, international comparison of stock trading practices World Bank, working papers, February 1995, p:8

ثانيا - التسعير المستمر:

هي تقنية تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق بشكل سريع عن طريق الوسائل الحديثة من تقنيات الاتصال والمعلوماتية، فيمكن لأجهزة الإعلام الآلي المتطورة أن تقوم بتحديد الأسعار إلكترونياً بعد مقابلة كل الأوامر والطلبات بواسطة برامج متخصصة لذلك. وتعمل التسعيرة المستمرة على تسجيل عدة أسعار توازنه خلال اليوم الواحد وذلك عند كل نقطة التقاء بين العرض والطلب حيث تستقبل الذاكرة المركزية للكمبيوتر عدة أوامر ويتم حينئذ نشر الأسعار خلال ثلاث ثواني.

ويمر نظام التسعير المستمر بمرحلتين هما:

أ) مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة: يتم تجميع الأوامر التي يتحصل عليها قبل الافتتاح وتشمل عادة على ما يلي:

- أوامر بالسعر المحدد والتي تشارك في تحديد سعر الافتتاح.

- أوامر بالسعر الأحسن والتي تخضع مباشرة للسعر الأحسن النظري.

ب) مرحلة ما بعد الافتتاح: يعتبر الافتتاح الذي يحقق سعر التوازن عند تلاقي العرض والطلب وهو الذي تتم على

أساسه الصفقة إذ أن أوامر الشراء بالسعر المحدد المنفذة هي التي تكون سعرها المحدد أعلى أو يساوي سعر التوازن.

أما بالنسبة لأوامر البيع بالسعر المحدد والمنفذة يكون سعرها أدنى أو يساوي سعر التوازن، ويتم ذلك بتوجيهها إلى

نظام الاعلام الآلي للتسعيرة وتنفيذها حسب قاعدة الداخل أولاً والخارج أولاً «First In First Out (FIFO)»، بمعنى إذا دخلت عدة أوامر بنفس السعر المحدد فإن تنفيذها يتم حسب الأولوية.

الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على تسعير الورقة المالية

كما هو معروف فإن أي مستثمر عقلاني عادة ما يقيم الأصول المالية على أساس ما تدرة عليه من أرباح سواء في الأمد القريب أو المتوسط أو البعيد، ومن هنا فإنه هناك عدة عوامل تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وتختلف تلك العوامل باختلاف طبيعة الأوراق المالية.

فإذا كانت هذه الأوراق المالية عبارة عن أسهم فإن أسعارها تتأثر أساساً بوضعية المنشأة في الماضي والحاضر ومستقبلاً وخاصة الربح باعتبارها مصدر حصول المساهمين على أسهمهم، فبالنسبة للعوامل المرتبطة بالمنشأة فيمكن للمستثمر الاهتمام بالنتائج المسجلة في السنوات السابقة ممثلة في التدفقات النقدية الداخلة، معدلات الخصم الطبقة عليها، توقعات المستثمرين المستقبلية، معدل نمو المنشأة، نسبة الأرباح الموزعة، الأرباح المحققة، نسبة التمويل الذاتي، تطور رقم الأعمال، المردودية وخاصة مضاعف الأسهم، والمتمثل في النسبة بين سعر السهم وعائده المعروف بالرمز Price P.E.R «Earnings Rate» الذي يعتبر بمثابة مقياس لثقة المستثمرين في شركتهم، ومقياس جيد لسعر السهم المعني فكلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما ارتفع سعر السهم.

أما إذا تعلق الأمر بالسندات فإن العامل الأكثر تأثيراً على أسعارها هو سعر الفائدة، حيث يحقق حملة السندات أرباحاً رأسمالية وفوائد كلما انخفض سعر الفائدة في السوق عن سعر الفائدة الذي تحمله سنداتهم، وذلك لأن السندات الجديدة ستصدر بفائدة أقل من الفائدة التي يحصلون عليها من استثماراتهم في السندات القديمة الشيء الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار سنداتهم في البورصة نتيجة زيادة الطلب عليها. والعكس في حالة ارتفاع أسعار الفائدة في السوق.

هذا بالإضافة إلى أن هناك بعض العوامل الخارجية التي من شأنها أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية سواء كانت في صورة أسهم أو سندات تتمثل هذه العوامل أساساً في الظروف الاقتصادية السائدة بما في ذلك القوانين الضريبية، السياسات المالية المنتهجة، حالة التضخم، البطالة، معدل النمو الوطني، الميل الحدي للدخار لدى الأفراد والعائلات،

الحروب والتوترات السياسية المحتملة في المنطقة، ظروف النشاط التي تعمل فيها المنشأة خاصة فيما يتعلق بالتطور التكنولوجي ومدى اقبال الزبائن على اقتناء منتجاتها .

أضف إلى ذلك العوامل النفسية للمستثمرين والتي تلعب دورا كبيرا في التأثير على تغير أسعار الأوراق المالية ، حيث يمكن أن يلاحظ إقبال المستثمرين على التخلص مما لديهم من أوراق مالية بمجرد سماعهم لمعلومات غير جيدة في نظرهم مما يؤدي إلى زيادة العرض وبالتالي انخفاض الأسعار ، والعكس في حال الحصول على معلومات سارة في نظرهم. كذلك للمضاربة دور كبير في التأثير على أسعار الأوراق المالية إذ يقوم المضارب بالشراء عندما تنخفض الأسعار مما يؤدي للزيادة في الطلب وبالتالي يرتفع سعر الورقة المالية، والعكس عند ارتفاع الأسعار حيث يقوم ببيع الأوراق المالية نتيجة قلة العرض مما يتسبب عرض هذه الأدوات المالية مما يتسبب في انخفاض سعرها تدريجيا.

المبحث الرابع: بورصة الجزائر

انتهجت الجزائر منذ الاستقلال سياسة التخطيط المركزي في تنميتها الاقتصادية، و التي نتج عنها سلبيات من بينها سوء تسيير المؤسسات، و تراكم المشاكل كالاتتماد على سياسة القروض، و كذا عدم القدرة على التمويل الذاتي، و ارتفاع التكاليف و طول مدة انجاز المشاريع، و اثر أزمة البترول عام 1986 وظهرت مشاكل أخرى اقتصادية و اجتماعية كندرة المواد الاستهلاكية و ارتفاع نسبة المديونية أدى بالسلطات إلى إدخال عدة إصلاحات تمهيدا لدخول الجزائر إلى اقتصاد السوق منذ سنة 1988، و من أهم الإصلاحات ما جاء به قانون 01/88 لسنة 1988 المتعلق باستقلالية المؤسسات العمومية و توجيهها تمهيدا لخصوصيتها، وكذا إصلاح نظام تمويل المؤسسات العمومية و الخاصة، و لتجسيد كل هذه الرؤى تم انشاء صناديق المساهمة، حيث ينقسم رأسمال المؤسسات العمومية إلى عدد من الأسهم و يوزع على مستواها، أي أن هذه المؤسسات تحولت إلى شركة تسيير القيم المنقولة وفق لأحكام القانون التجاري و هذا ما استدعى وجود سوق مالية (البورصة) تتداول فيها الأسهم و السندات.

المطلب الأول: المراحل التاريخية لإنشاء بورصة الجزائر لـ:

يمكن تقسيم المراحل التي مرت بها بورصة الجزائر إلى ثلاث مراحل أساسية بدءا بفكرة الإنشاء إلى غاية الانطلاق الفعلي لها وما آلت إليه.

الفرع الأول: المرحلة الأولى (المرحلة التقريرية): 1990-1992

في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها و كذلك أنشاء صناديق المساهمة، و من جملة هذه الإجراءات إنشاء شركة سميت بشركة القيم المنقولة (SVM)، و تقريبا هي تمارس نفس الوظائف المشهودة في البورصات. لقد تأسست هذه الشركة من طرف الحكومة بفضل صناديق المساهمة في 09 نوفمبر 1990، أما رأس مال هذه الشركة فلقد قدر بمبلغ 320.000 دج، يدير الشركة مجلس إدارة متكون من 08 أعضاء كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة،

ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط، و نظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة و الخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، فقد تم تعديل قوانينها ورفع رأسمالها في فيفر ي 1992 إلى 9.320.000.00 دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق

- تسيير حافظة القيم المنقولة.
 - قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي عمى السندات.
 - شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة.
 - (2) سلطة الاعتماد والتأهيل: تعتمد اللجنة على:
 - الوسطاء في عمليات البورصة.
 - شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك.
 - ماسكي الحسابات - حافضي السندات.
 - (3) سلطة المر قبة والحراسة والتحقيق: تسمح هذه السلطة للجنة من التأكد خصوصا من:
 - احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق.
 - امتثال الشركات التي تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها.
 - حسن سير السوق ألف من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV) والصناديق المشتركة للتوظيف (FCP)، تعتبر هذه الهيئات بمثابة محققات حقيقية لضمان السيولة على مستوى سوق البورصة ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين.
- توجد بالبورصة حالياً شركة استثمار ذات رأس مال متغير واحدة مسماة بـ "شركة الاستثمار المالي CELIM SICAV. المطلوب الثاني: شروط القبول في بورصة الجز لـ

إن تسجيل المنشأة بالبورصة له شروط واجراءات يجب توفرها منها ما يتعلق بالسوق وعدد المساهمين ومنها ما يتعلق بالقيم محل طلب ادراج المؤسسات سواء من القطاع العام أو الخاص. ويجب أن تتوفر في الشركات التي يمكن قبول قيمتها المنقولة في التسعيرة الرسمية للبورصة شروط مسبقة تحددها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وهذا ما نتناوله أولاً، وإجراءات تنظيمية لإدخال هذه القيم ثانياً.

أولاً - شروط خاصة بالمؤسسات موضوع طلب الإدراج:

- وتتمثل شروط القبول في بورصة الجزائر فيما يلي:
 - يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم.
 - أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 د.ج)
 - أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة لسنوات المالية الثلاثة السابقة لسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول.
 - الطرح لاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.
 - ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة لاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.
 - أن تقدم تقريراً تقييماً لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية لخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على ألا يكون عضواً في هذه الأخيرة.
 - أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، مالم تعفها اللجنة من هذا الشرط.
 - يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج.

- إثبات وجود بيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية لشركة، وان لم يوجد ذلك فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه البيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتهما في البورصة.
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات.
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة.
- ثانيا - شروط خاصة بالقيم المقبولة للإدراج
- أ- شروط الإدراج بالنسبة للأسهم:
 - أن يكون للشركة رأس مال محرر (رأسمال في ذمة الشركة) حده الأدنى 100.000.000 دج.
 - لا بد من طرح أو وضع في متناول الجمهور أسهم تساوي على الأقل 20% من رأس مال الشركة كآخر أجل يوم الإدراج.
 - توزيع رأس مال الشركة على أكثر من 300 مساهم يوم الإدراج، وذلك لضمان وجود سيولة في السوق (العرض والطلب على الأسهم يكون أكثر نشاط).
 - ب. شروط الإدراج بالنسبة للسندات:

- إجمالي الإصدار ينبغي أن يكون على الأقل مساويا لـ 100.000.000 دج يوم الإدراج.
- لا بد أن يكون إجمالي هذا الدين موزع على أكثر من مئة (100) شخص يوم الإدراج.
- لا بد أن تكون الشركة المصدر شركة أصل (شركة بأسهم) وليس شركة ضمان.
- القرض السندي المصدر من الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد المكتتبين.

المطلب الثالث: أسواق بورصة الجز لروا المؤسسات المدرجة فيها

الفرع الأول: أسواق بورصة الجز لـ

تضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين. أولا- سوق سندات رأس المال: تتكون من:

1) السوق الرسمية Le Marché Officiel: تخص الشركات الكبرى التي لها احتياجات ضخمة، ويلزم الشركة بشروط من بينها:

- نشر الحسابات وإعلام المساهمين بصفة دورية.
- تكون قد حققت ووزعت الأرباح خلال عدد معين من السنوات.
- وضع حد أدنى من رأس المال في متناول الجمهور يتراوح بين 20% و 40%.
- ويوجد حالياً خمسة (05) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي¹:

مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة، أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات، - أن سي-روبية: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية، مؤسسة بيوفارم: الناشطة في القطاع الصيدلاني.

2) سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير

¹ ؟ ؟ ؟ ؟ http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145 ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ .2019/09/10

2012، المعدّل والمتّمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلّق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012)

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم. من خلال تدريبها على شروط إدراج وإعلام مخففة حيث: الحد الأدنى لرأس المال الذي يوضع في متناول الجمهور يقدر بـ 10%. وتعد AOM Invest هي الشركة الوحيدة المدرجة في هاته السوق

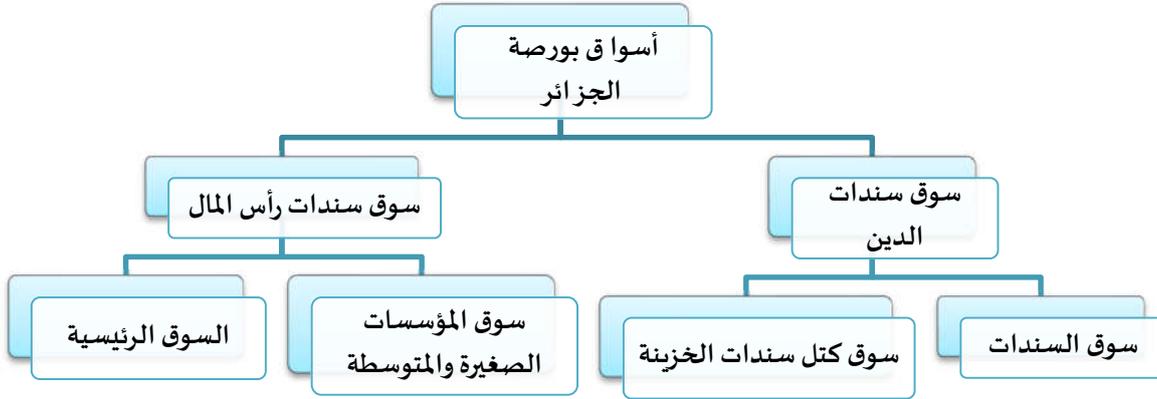
ثانيا- سوق سندات الدين:

تتكون سوق سندات الدين من:

- (1) سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم.
- (2) سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري. ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

ويمثل الشكل البياني التالي أسواق بورصة الجزائر

الشكل (VI-03): أسواق بورصة الجزائر لـ



المصدر: من اعداد الباحثة

الفرع الثاني: المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر لـ

تتضمن السوق الرئيسية - الموجهة للشركات الكبرى - حالياً خمسة (05) شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني.
- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة،
- أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات،
- أن-سي-اروية: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية،
- مؤسسة بيوفارم: الناشطة في القطاع الصيدلاني.

الجدول رقم (01-VI): حجم تداول المؤسسات المدرجة في السوق الرسمية لبورصة الجزائر

| رمز ISIN | الرمز في البورصة | اسم الشركة | القطاع / الفئة | القيمة الاسمية دج | عدد الأسهم |
|--------------|------------------|------------------|--------------------|-------------------|------------|
| DZ0000010037 | ALL | أليانس للتأمينات | التأمينات | 200 | 5 804 511 |
| DZ0000010045 | ROUI | أن سي أروبية | الصناعة الغذائية | 100 | 8 491 950 |
| DZ0000010029 | AUR | م.ت.ف. الأوراسي | الفندقة | 250 | 6 000 000 |
| DZ0000010003 | SAI | صيدال | الصناعة الصيدلانية | 250 | 10 000 000 |
| DZ0000010052 | BIO | بيوفارم | الصناعة الصيدلانية | 200 | 25 521 875 |
| DZ0000010060 | AOM | أوم انفست | سياحة | 100 | 1 159 300 |

المصدر: موقع بورصة الجزائر لى الر لبط : http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe ، تاريخ الإطلاع 2019 /12/12.

- اما سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، ف « AOM Invest هي الشركة الوحيدة المدرجة في هاته السوق:

أوم انفست هي شركة مساهمة متخصصة في دراسة وتطوير واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية . كما تشارك مع المراكز الدولية الأخرى للتنمية وتساهم في تطوير الدراسات لبناء الوجهات السياحية بامتياز ولتطوير قطاع السياحة في الجزائر.

أنشئت في عام 2011 وقد شرعت ابتداء من عام 2013 بتحول الذي يعد مرحلة تاريخية لمجموعة أوم انفست من خلال فتح رأس مالها في صندوق ولاية معسكر التي يديرها البنك الوطني الجزائري لتنفيذ أول مشروع لها من سلسلة فنادق المجموعة من منتج بوحيفة الصحي بولاية معسكر، تحت اسم "فندق ثيرمال أكوا سيرينس". هذا المشروع ، حاليًا في مرحلة التنفيذ ، يسجل نسبة تقدم تتجاوز 83٪ ، و من المقرر أن تبدأ مرحلة البدء بنهاية عام 2018. في عام 2016 ، قامت شركة أوم انفست SPA بتطوير واعتماد خطة التنمية الاستراتيجية متوسطة وطويلة الأجل لتلبية احتياجات وتوقعات الخطة الرئيسية للتنمية السياحية بحلول عام 2030.

الجدول رقم (02-VI):: حجم تداول المؤسسات المدرجة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لبورصة الجزائر

| رمز ISIN | الرمز في البورصة | اسم الشركة | القطاع / الفئة | القيمة الاسمية دج | عدد الأسهم |
|--------------|------------------|------------|----------------|-------------------|------------|
| DZ0000010060 | AOM | أوم انفست | سياحة | 100 | 1 159 300 |

المصدر: موقع بورصة الجزائر لى الر لبط : http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_pme ، تاريخ الإطلاع 2019 /12/12.

المطلب الثالث: معوقات نمو بورصة الجزائر لى الر لبط

إن القراءة الفاحصة والدقيقة والنظرة التحليلية لاستراتيجية العمل التي وضعتها الهيئات المشرفة على تفعيل أداء بورصة الجزائر للقيم المنقولة، تؤكد أن المشرع يعي تماما الدور الذي يمكن أن تلعبه هذه السوق في دفع عجلة التنمية الاقتصادية في الجزائر خاصة إذا ما اكتملت البنى التشريعية والمؤسسية والبشرية لهذه السوق، ولهذا سيخصص هذا المطلب للوقوف أمام أهم العراقيل التي تحول دون تحقيقها لدورها التنموي، ومن ثم اقتراح الحلول والمتطلبات الواجب اعتمادها لتحقيق ذلك.

الفرع الأول: أسباب ضعف أداء بورصة الجزائر لئ

تواجه بورصة الجزائر مجموعة من العوائق، فمنذ إنشائها سنة 1993 لم يشهد لها أي تطورا جدير بالذكر، رغم أن إنشائها جاء لاستكمال متطلبات اقتصاد السوق لكن دورها كأسلوب حديث للتمويل لم يكن يستحق الذكر وذلك لتضافر عوامل حالت دون قيامها بدورها المطلوب فامتزجت بين عوائق سياسية، اجتماعية، دينية وأخرى اقتصادية بدرجة كبيرة، بالإضافة للعوامل الذاتية التي تخص السوق في حد ذاته والتي نوجزها في الآتي:

أولا - المعوقات الاقتصادية:

وتتمثل في:

- أن أغلب الشركات في الجزائر ملك الدولة ويعاني معظمها من سوء التسيير، كما أن غالبية الشركات الخاصة هي عبارة عن شركات تضامن، أو ذات مسؤولية محدودة وهو ما يتعارض مع قوانين البورصة، التي تشترط أن تكون الشركة شركة مساهمة، إضافة إلى أن معظم المؤسسات ينحصر نشاطها في قطاع الخدمات وبالتالي فهي لا تملك مؤهلات للمخاطرة في البورصة.
- الاقتصاد الموازي: الدافع الرئيسي نحو الاقتصاد الموازي هو الخوف من أعباء المدفوعات الضريبية واشتراكات الضمان الاجتماعي التي تمثل عبئا ثقيلا على المؤسسات المصرحة بنشاطها ويمثل هذا النمط الاقتصادي الوسيلة المفضلة لبعض للمستثمرين الخواص الذين ينشطون في بيئة خارج الإطار الرقابي للدولة، حيث يحقق لهم أرباح كبيرة بشكل أسرع من الاستثمار في البورصة.
- مشكل التضخم: حيث عرفت الجزائر منذ تسعينات القرن الماضي معدلات قياسية في نسبة التضخم وهذا بسبب لجوء الدولة إلى الإصدار النقدي وهو ما تزامن مع انطلاق بورصة الجزائر، حيث من الناحية الاقتصادية يؤثر على عائد الأوراق المالية وحجم العمليات المتداولة في البورصة، كما يتسبب في ضعف الادخار لدى الأفراد بسبب غلاء المعيشة، وهو ما يؤدي الحد من حجم الطلب على الأوراق المالية.
- عدم تدفق رأس المال الأجنبي الذي يعود لانعدام الثقة في القوانين والتشريعات التي تفرضها السلطات الاقتصادية الجزائرية كل مرة.
- الخوصصة: ضعف المنافسة في السوق المالية قلقت الشركات المصدرة بسبب تعثر مسار الخوصصة: وبالرغم من اعتبار الخوصصة في الجزائر خيارا واضحا في إطار إعادة الهيكلة الاقتصادية، رغم إنشاء وزارات ومجالس لهذا الغرض (وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة، المجلس الوطني للخوصصة... الخ)، إلا أن هناك معوقات تقف أمام البدء في الخوصصة الفعلية.

ثانيا- المعوقات السياسية والقانونية والإدارية:

يضم الميدان السياسي كذلك عقبات تحول دون قيام البورصة بدورها العام والفعال في التنمية، فأمام الأوضاع الأمنية المتدهورة وغير المستقرة التي مرت بها الجزائر ولا زالت لا يمكن ضمان فعالية السوق في تحقيق التنمية، حتى أن هذه الأوضاع كانت سببا لامتناع العديد من المستثمرين الأجانب عن الاستثمار في بلادنا.

في حين تتمثل العوائق القانونية عموما في عدم تجزئة البورصة إلى سوق رسمية وسوق ثنائية، وكذلك كون شروط قبول المؤسسات قاسية وخاصة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها القاعدة الأساسية لتحقيق عملية التنمية المستدامة، بالإضافة إلى الإطار القانوني المحافظ على عمومية كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة إدارة بورصة القيم، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة.

أما المعوقات الإدارية فتظهر جليا في أنماط البيروقراطية التي تسود الإدارة الجزائرية، حيث تعقيد الإجراءات وعدم المرونة في التعامل والسرعة والتفاعل المطلوبين.

ثالثا- المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية.

العائق الاجتماعي والثقافي: إن العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان وهذا مما يؤدي إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر. كما نجد غياب ثقافة الاستثمار في البورصة لدى أفراد المجتمع مما نتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الاستثمار في العقارات والعملات واعتماد البنوك في تمويل مشاريعهم.

أما العائق الديني: فإن سياسة سليمة لتجنيد الادخار، وخاصة الادخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، وعليه تمتنع العديد من العائلات عن توظيف فوائضها في الأصول المالية خاصة منها السندات، باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراما من ناحية الشريعة الإسلامية.

رابعاً- المعوقات التنظيمية والإعلامية:

يمكن تلخيص أهم هذه المعوقات من خلال النقاط التالية:

- عدم تنوع الأدوات المالية في بورصة الجزائر الأمر الذي لا يفسح للمستثمرين مجالاً واسعاً لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم، أهدافهم وميولاتهم الشخصية، لأن التنوع يساهم في تخفيض حجم المخاطر الاستثمارية؛
- غياب الشفافية سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصداقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، وبوفا حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعملها يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر،
- ضعف الجهاز الإعلامي مع شبه غياب الإعلام الاقتصادي المتخصص الذي يهدف إلى تشجيع ثقافة الادخار والتعريف بالشركات والنهوض بالاستثمار.

الفرع الثاني متطلبات تنشيط أداء بورصة الجزائر لـ:

انطلاقاً من كل ما سبق فإن بورصة الجزائر تتسم في الوقت الراهن بضعف وهشاشة دورها في تمويل الاقتصاد الوطني، فحتى يتم تحسين أدائها وفعاليتها بما يمكنها من تحقيق متطلبات التنمية الاقتصادية المرجوة. حيث يمكن صياغة مجموعة من الشروط والمتطلبات التي ينبغي توافرها في البيئة الاقتصادية الجزائرية حتى تتمكن البورصة من تحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها فيما يلي:

أولاً - تحسين المناخ الاقتصادي الكلي: من خلال:

- محاربة الاقتصاد الموازي: وهذا من خلال العمل على إعداد مشروع قانون الإصلاح الجبائي يعمل على تبسيط الجبائية، وكذا تسهيل الإجراءات الإدارية المتعلقة بتنظيم وتسيير النشاط الاقتصادي.
- إصلاح النظام الجبائي: من خلال إعادة هيكلة الحوافز الضريبية وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع لضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية كحافز لزيادة رأس المال المطروح للاكتتاب تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية مثل التجربة التونسية التي قامت بتخفيض الضرائب على الأرباح من 35% على 20% لكافة الشركات التي تقوم بتعويم 30% على الأقل من رأس مالها.
- الرفع من مستوى الدخل الحقيقي للفرد: لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لذا لا بد من رفع المستوى المعيشي للمجتمع وخاصة كون معدلات التضخم مرتفعة حالياً

في الجزائر، الأمر الذي لا يساهم في تشجيع الادخار والاستثمار في الأوراق المالية نتيجة ضعف القدرة الشرائية للفرد.

■ تفعيل دور الجهاز المصرفي: يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو البورصات وتوفير الفرص الاستثمارية في صورة مشاريع والتوسط بين عرض السيولة الفعلية والطلب الحقيقي عليها فالجهاز المصرفي يعتبر دعامة أساسية لوجود بورصة قيم فعالة ذلك لما تختص به بصفته وسيط مال يعمل على تعبئة الادخار وترقيته وحسن توجيهه.

■ مراجعة الإطار التشريعي: إن القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي يعتبر عاملا محددًا في نجاح أي مؤسسة، وعليه فإن نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي والثقافي ولا يتم ذلك إلا بوضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لحماية المستثمرين والاقتصاد الوطني. كما يجب تبني إستراتيجية واضحة في وضع القوانين حتى لا تزول هذه الأخيرة بزوال فريق حكومي ما، وذلك من أجل إقناع المستثمرين بأنه مهما كانت مجموعة أعضاء الحكومة أو السلطة فإن القوانين السارية في البورصة وخاصة المتعلقة بحماية الأموال مضمونة.

ثانيا - تطوير معايير الشفافية والإفصاح:

يجب الاهتمام بزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين فيها من جانب آخر. حيث يتعين توسيع نطاق المعلومات والبيانات التي يتوجب على لجنة تنظيم البورصة الإفصاح عنها سواء تلك المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية.

ثالثا تطوير أنظمة التداول:

إذ لا بد من تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، كإدخال خدمة التداول عن بعد عن طريق الإنترنت، وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي تشهد الأسواق العالمية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

رابعاً- إدراج أدوات مالية إسلامية في البورصة:

بغية رفع الحرج في التعامل في سوق الأوراق المالية يتعين إنشاء وإدراج أسهم البنوك الإسلامية ودخولها وعملائها كمتعاملين في البورصة وكذا إدراج الأدوات المالية الإسلامية مع الاستفادة من أنظمة الوساطة والتداول التي أنشأتها وجربتها المؤسسات المالية الإسلامية كصناديق الاستثمار الإسلامية.

الفصل الخامس: الأسواق المالية الإسلامية

تمهيد :

تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة هامة جداً لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته من خلال تنوع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية. كما تمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.

إن ظهور سوق أوراق مالية إسلامية يضيفي تغيرات نوعية ملحوظة، إذ تفتح أبواباً وأبعاداً تزيد من فاعلية الأسواق المالية العالمية في استقطاب المزيد من الأرصدة والمدخرات المالية للملايين من الأفراد والمؤسسات مع ما تضيفه خصائص منتجاتهم المالية والنقدية من تأثير إيجابي على استقرار الأسواق المالية العالمية وزيادة شموليتها وفعاليتها أدوارها في تنمية الاقتصاديات العالمية ورفاهية المجتمعات الإنسانية.

نحاول من خلال هذا الفصل الخوض في طبيعة العمل في سوق الأوراق المالية الإسلامية والوظائف التي تقوم بها، والعمليات التي تجري فيها، مع التركيز على أهم الأدوات المستخدمة في هذه الأسواق وآليات تنفيذها.

وبالتالي تستمد السوق المالي الإسلامي مفهومها من مفهوم السوق المالية بشكل عام، إذ أنها تمثل الآلية التي يتم من خلالها حشد وتجميع المدخرات، من أصحاب الفائض التمويلي (المستثمرون) وتحويلها إلى أصحاب العجز التمويلي (المدخرون)، من خلال، إصدار أدوات مالية معينة وتداولها بالاستعانة بالوسطاء؛¹

الفرع الثاني: خصائص السوق المالي الإسلامي

يمكن تحديد الخصائص المميزة للتصور الإسلامي لأسواق الأوراق المالية الإسلامية فيما يلي ذكره:²

- إنها سوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة جراء حضر الشريعة لكثير من المعاملات التي تعتبر محلا لعملية المضاربة؛
- إنها سوق تعني بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ لما في الأولى من متابعة لضوابط الإصدار ولما في الثانية من ضوابط التداول؛
- إنها سوق تشكل أدوات الملكية السمة البارزة له؛
- إنها سوق لا تتحكم بها الاحتكارات والرشاوى ولا المعلومات المضللة والهامشية في تحديد أسعار الأوراق فيها؛
- تعبر متنفسا إسلاميا لأصحاب الفائض من الأموال من أفراد ومؤسسات لما تحقق لهم من فرصة لتثمين أموالهم.

الفرع الثالث: مقومات إقامة السوق المالي الإسلامي

تتمثل مقومات إقامة السوق المالي الإسلامي فيما يلي:³

- المال: وهو متوافر، إذا تم استثماره داخل الدول الإسلامية، خصوصا مع تنامي ثروة النفط وتزايد الطلب على الاستثمارات الملائمة في الدول الإسلامية؛
- الأوراق المالية الإسلامية: لقد تمكن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أوراق مالية، خالية من المعاملات الربوية، تكون بديلة لمثيلاتها في السوق المالي التقليدي ولها القدرة على اجتذاب عدد كبير من المستثمرين سواء مسلمين أو غير مسلمين؛
- المؤسسات المالية المصدرة للأوراق المالية: فهي في حاجة إلى تمويل إسلامي لحمايتها من تلاعب المضاربين والمقامرين في استثمارها لمدخراتها؛ لذا يجب التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية "بنوك إسلامية- شركات استثمار إسلامية- صناديق استثمار إسلامية- شركات سمسة إسلامية..." لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.
- توفر المتخصصين من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي: الذين يعملون على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية
- صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول الإسلامية لتتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية؛

1. ...
2. ...
3. ...

المطلب الثاني: المؤسسات المكونة للسوق المالي الإسلامي

يمكن إعطاء تعريف مختصر للمؤسسات العاملة في سوق الأوراق المالية الإسلامية بأنها: وحدات مالية وبنكية تقوم بتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار، وفق صيغ مختلفة تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية وتتولى القيام بمختلف المعاملات المالية. ومن بين هذه المؤسسات:¹

أولاً- البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية:

- والتي تتعامل في النشاطات التي ينتج عنها قيمة مضافة للاقتصاد بمعنى آخر يتم التعامل أساساً في الأصول الحقيقية وليس المالية وهذا عن طريق الأدوات المالية المتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. ويمكن لهذه المؤسسات:
- أن تؤدي دوراً هاماً في التعرف على الفرص الاستثمارية، والتحقق من جدواها والترويج لها، ومباشرة تأسيس المشروعات وإدارتها، وذلك لغرض طرح أسهمها في السوق المالي الإسلامي من أجل توسيعها.
 - تقديم النصح والمشورة للشركات والجهات التي تنوي إصدار أوراق مالية إسلامية.
 - تؤدي دور الوساطة المالية في السوق، من خلال تقديم التسهيلات الضرورية لتداول الأوراق المالية الإسلامية بين البائعين والمستثمرين.
 - تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية الإسلامية سواء لصالحها أو لصالح الغير، وتشتمل على تلك الأوراق التي يتوافق إصدارها وتداولها مع أحكام الشريعة الإسلامية، ... الخ.
 - القيام بحفظ الأوراق المالية الإسلامية وإيداعها ورهنها للاستفادة من القروض الحسنة
 - إدارة الصناديق الاستثمارية الإسلامية، التي تظهر أهميتها في السوق المالية الإسلامية من خلا ما تقوم به من عملية ربط المدخرات الوطنية بالأسواق المالية، وتشجيع وتمكين صغار المدخرين من الاستثمار في الأوراق المالية الإسلامية بسهولة وكفاءة.

ثانياً: شركات السمسرة في الأوراق المالية:

يشترط أن تتمتع شركات السمسرة بالسمعة الطيبة والخبرة والقدرة المالية، وعدم اتباعه سياسة أو اجراء عمليات من شأنها الاضرار بالمتعاملين معه أو الاخلال بحقوقهم. ويدخل عمل شركات السمسرة شرعاً في باب الوكالة في البيع والشراء مقابل عمولة معلومة وتسري عليها أحكام الإجارة. وبالإضافة إلى وظيفة تنفيذ أوامر العملاء بالنيابة عنهم فإن شركات السمسرة تقوم بوظائف ونشاطات أخرى:

- إجراء البحوث والدراسات والتحليلات للوضع المالي للشركات المدرجة في السوق المالي.
- تقديم النصح والمشورة للمتعاملين حو كيفية استثمار أموالهم.
- إدارة محافظ الأوراق المالية الإسلامية.

ثالثاً- شركات الاستثمار الإسلامية:

¹ ؟ ؟ ؟ ؟ :

- ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ : 41-51.

- ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ ؟ : 93-95.

تنقسم الأدوات أو الأوراق المالية في السوق المالي إلى نوعان، الأول يعبر عن ملكية أما الثاني فهو يعبر عن مديونية، وتختلف هذه الأدوات في السوق المالية الإسلامية على اعتبار خضوعها لتعديلات وشروط صحة جعلها متوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، ويمكن تفصيل الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي من خلال ما يلي:

المطلب الأول: الأدوات المالية التقليدية:

سنصرف في هذا المطلب قبل التطرق لأهم ما استحدثته المؤسسات المالية الإسلامية من أدوات للتعرف على مشروعية الأوراق المالية التقليدية حسب المنظور الإسلامي وإمكانية تداولها.

الفرع الأول: الأسهم العادية:

ينصرف مفهوم السهم عموماً إلى أنه صك لضمان المشاركة في الأرباح والخسائر. وقد أجاز التعامل بالأسهم العادية إصداراً وتداولاً، بيعاً وشراءً وتملكاً¹. كما يمثل السهم حصة شائعة في موجودات شركة المساهمة وما يترتب عليها من حقوق عند تحول رأس المال إلى أعيان، ومنافع، وديون ونحوها، ومحل العقد عند تداول الأسهم هو هذه الحصة الشائعة². نصت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أحكام تداول الأسهم، والتي يأتي بيانها فيما يلي:

أ) يجوز إصدار الأسهم إذا كان الغرض الذي أنشئت الشركة من أجله مشروعاً، فإن كان غرضها غير مشروع حرم إنشاء الشركة، وحرم تبعاً لذلك إصدار الأسهم التي تتكون منها هذه الشركة.

ب) يجوز إضافة نسبة معينة إلى قيمة السهم عند الاكتتاب لتغطية مصروفات الإصدار ما دامت تلك النسبة مقدرة تقديراً مناسباً.

ج) يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة إما حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، وإما بالقيمة السوقية سواء بعلاوة إصدار أو خصم إصدار.

د) يجوز ضمان الإصدار إذا كان بدون مقابل لقاء الضمان، وهو تعهد عند تأسيس الشركة من الملتزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية في كل ما تبقى مما لم يكتب فيه غيره، ويجوز الحصول على مقابل عن العمل مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم، سواء قام بهذه الأعمال المتعهد بالاكتتاب أو غيره إذا لم يكن هذا مقابلاً عن الضمان.

هـ) يجوز تقسيط قيمة السهم عند الاكتتاب بأداء قسط وتأجيل بقية الأقساط، شريطة أن يكون التقسيط شاملاً لجميع الأسهم، وأن تبقى مسؤولية الشركة بقيمة الأسهم المكتتب بها.

و) لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدي إلى إعطائها الأولوية عند التصفية أو عند توزيع الأرباح. ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأمر الإجرائية أو الإدارية، بالإضافة إلى حقوق الأسهم العادية مثل حق التصويت.

ز) لا يجوز إصدار أسهم التمتع وهي التي تعطى للشريك عوضاً عن أسهمه التي ردت إليه قيمتها تدريجاً من خلال الأرباح في أثناء قيام الشركة، وتمنحه بدلاً عن ذلك سهم تمتع يخوله الحقوق التي لأسهم رأس المال إلا في الأرباح واقتسام موجودات الشركة عند حلها. حيث يعطى مالك أسهم التمتع نصيباً من الأرباح أقل مما يعطاه مالك أسهم رأس المال، كما لا يكون لمالك سهم التمتع نصيب في موجودات الشركة عند حلها إلا بعد أن يستوفي أصحاب أسهم رأس المال قيمة أسهمهم.

1 ?? ? ? ? ? ? : 167-169 .

2 ? ? ? ? ? ? ? ? - ? ? ? ? : 21 ? ? ? ? ? ? ? ? ? ?

?? ?? ?? - ?? ? ? ? ? ? 2017 : 565-573 .

ح) تعد شهادة الأسهم - وما يقوم مقامها - وثيقة تثبت شرعا ملكية المساهم لحصة شائعة في موجودات الشركة، ويجوز أن تكون هذه الوثيقة باسم المالك، أو لأمره، أو لحاملها.

ط) يجوز شراء أسهم الشركات المساهمة وبيعها حالا أو أجلا فيما يجوز فيه التأجيل بقصد الاستفادة من فروق الأسعار.

ي) المساهمة أو التعامل (الاستثمار والمتاجرة) في أسهم شركات أصل نشاطها حلال، ولكنها تودع أو تقترض بفائدة: الأصل حرمة المساهمة والتعامل (الاستثمار والمتاجرة) في أسهم شركات تتعامل أحيانا بالربا أو نحوه من المحرمات مع كون أصل نشاطها مباحا تستثنى منها بعض الحالات¹

ك) لا يجوز شراء الأسهم بقرض ربوي من السمسار أو غيره (بيع الهامش MARGIN) كما لا يجوز رهن السهم لذلك القرض.

ل) لا يجوز بيع أسهم لا يملكها البائع (البيع القصير SHORT SALE) ولا أثر لتلقي وعد من السمسار بإقراضه إياها في موعد التسليم.

م) يجوز لمشتري السهم أن يتصرف فيه بالبيع ونحوه إلى طرف آخر بعد تمام عملية البيع وانتقال الضمان إليه ولو لم يتم التسجيل النهائي له (SETTLEMENT).

ن) يجوز للجهات الرسمية المختصة تنظيم تداول الأسهم بالأبىم إلا بواسطة سمسارة مخصوصين ومرخص لهم بذلك العمل، لتحقيق مصالح مشروعة.

س) لا يجوز إقراض أسهم الشركات.

ع) يجوز رهن الأسهم المباعة شرعا، ولا فرق في ذلك بين أن تكون موجودات الشركة نقودا أو أعيانا أو ديونا؛ أو مشتملة على النقود والأعيان والديون، سواء أكان فيها صنف غالب، أم لم يكن. مع مراعاة شروط بيع الأسهم عند التسليم.

ف) لا يجوز السلم في الأسهم.

ص) لا يجوز إبرام عقود المستقبليات (Futures) على الأسهم.

ق) لا يجوز إبرام عقود الخيارات (Options) على الأسهم.

ر) لا يجوز إبرام عقود المبادلات المؤقتة (Swaps) على الأسهم أو عوائدها.

ش) لا يجوز إجارة الأسهم سواء أكان لرهنها أم لغرض بيع المستأجر لها وإعادة مثلها كما يجري في أسواق البورصات، أم لقبض أرباحها، أم لإظهار قوة المركز المالي للمستأجر أم لغير ذلك.

ت) تجوز إجارة الأسهم لغرض رهنها أو بقصد منح أرباحها للمستعير كما يجري عليه العمل في أسواق البورصات. وليس للمستعير بيعها إلا عند تنفيذ الرهن.

ث) لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها نقودا فقط، سواء في فترة الاكتتاب، أو بعد ذلك قبل أن تزول الشركة نشاطها أو عند التصفية إلا بالقيمة الاسمية وبشرط التقابض.

خ) لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها ديونا فقط إلا بمراعاة أحكام التصرف في الديون.

ذ) إذا كانت موجودات الشركات مشتملة على أعيان ومنافع ونقود وديون فيختلف حكم تداول أسهمها بحسب الأصل المتبوع وهو غرض الشركة ونشاطها المعمول به، فإذا كان غرضها ونشاطها التعامل في الأعيان والمنافع والحقوق فإن تداول أسهمها جائز دون مراعاة أحكام الصرف أو التصرف في الديون شريطة ألا تقل القيمة

¹ ?? ?? ?? :

? ? ? ? ? - ? ? ? ? ? : 21 ? ? ? ? ? ? - ? ? ? ? ? ? ? ? -
? ? ? ? ? ? ? ? : 570-573.

السوقية للأعيان والمنافع والحقوق عن نسبة 30% من إجمالي موجودات الشركة الشاملة للأعيان والمنافع والحقوق والسيولة النقدية وما في حكمها (أي ديون الشركة على الغير وحساباتها الجارية لدى الغير والسندات التي تملكها وتمثل ديونها). بصرف النظر عن مقدار السيولة أما إذا كان غرض الشركة ونشاطها المعمول به هو التعامل في الذهب أو الفضة أو العملات (الصرافة) فإنه يجب لتداول أسهمها مراعاة أحكام الصرف وإذا كان غرض الشركة ونشاطها المعمول به هو التعامل في الديون (التسهيلات) فإنه يجب لتداول أسهمها مراعاة أحكام الديون.

ض) يشترط لتطبيق ما ورد في البند (ض) ألا يتخذ ذريعة لتصكيك الديون وتداولها بضم جزء من الأعيان والمنافع إلى الديون حيلة لتصكيك الدين.

الفرع الثاني: السندات

عرف مجمع الفقه الإسلامي السندات على أنها: "شهادة، يلتزم المصدر بموجها أن يدفع لحاملها القيمة الإسمية عند الاستحقاق، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الإسمية للسند، أو ترتيب نفع مشروط سواء كان جوائز توزع بالقرعة أو مبلغا مقطوعا أو حسما"¹. وبناء على خصائص السند، وتكييفه الفقهي على أنه قرض بفائدة على الشركة المصدرة، وحيث أن ذلك يدخل ضمن الربا الحرام، فهي محرمة شرعا من حيث الإصدار والتداول أو الشراء. وذلك مهما اختلفت في أشكالها وتسمياتها، والجهة المصدرة لها.

هذا، ويحرم إصدار جميع أنواع السندات الربوية وهي التي تتضمن اشتراط رد المبلغ المقرض وزيادة على أي وجه كان، سواء أوفعت هذه الزيادة عند سداد أصل القرض، أم دفعت على أقساط شهرية، أم سنوية، أم غير ذلك، وسواء أكانت هذه الزيادة تمثل نسبة من قيمة السند، كما في أغلب أنواع السندات، أم خصما منها، كما في السندات ذات الكوبون (العائد) الصفري. وتحرم كذلك السندات ذات الجوائز، سواء أكانت السندات خاصة أم عامة أم حكومية، كما لا يجوز تداول السندات الربوية ببيعاً وشراء ورهنًا وحالة وغير ذلك.² ومن بين التسميات التي تطلق على السندات: شهادات الاستثمار، أذونات الخزينة، إسناد القرض. ومن الممكن تطوير السندات لتتفق مع الضوابط الشرعية بسبل شتى منها:³

- إلغاء الفائدة الثابتة وتحويلها إلى صكوك استثمارية مشاركة في الربح والخسارة وتخضع إلى قاعدة الغنم بالغرم؛
- إلغاء شرط ضمان رد قيمة السند وفائدته حتى يصبح مثل السهم العادي سواء بسواء؛
- تحويل السندات إلى أسهم عادية.

ولقد اجتهد العديد من أهل الفقه والعلم والاختصاص في إيجاد البديل الإسلامي للسندات وكذلك اقتراح أوراق جديدة أخرى.

المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية (البديل الشرعي للسندات):

يهدف زيادة فعالية السوق المالي الإسلامي كانت هناك ضرورة ملحة لاستحداث بدائل شرعية للسندات التقليدية، وقد تمثلت هذه البدائل في الصكوك الإسلامية. والتي لها خصائص تميزها عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى ساهمت في انتشارها وانتشارها واسعا.

الفرع الأول: مفهوم وخصائص الصكوك الاستثمارية الإسلامية

¹ ??? ?? : 179.

² ??? ? - ??? ? : 21 ??? ? ??? ?

³ ??? ?? - (???) : 574.

³ ??? ?? - ? ? ? ? ? ? ? ? 97-98.

4. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص SPV، بدفع قيمة الصكوك إلى المصدر أو المنشئ، جزءاً من قيمة المشروع.
5. يقوم الشريك بدفع حصته في المشروع التي تكون إما نقداً أو عيناً، وتحدد الحصص هنا تحديداً دقيقاً وتعرف نسبة كل من الشريك وحملة الصكوك، وتمثل مجموع الاشتراكات رأس مال المشروع القائم على المشاركة.
6. في تاريخ كل توزيع دوري، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص SPV، باستحقاق الأرباح التي يدفعها إلى حملة الصكوك، بحسب نسبة مشاركتهم في المشروع، هذا إن كانت هناك أرباح أم إن كانت هناك خسائر فلا تكون هناك توزيعات.
7. في تاريخ كل توزيع دوري، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص SPV، بتوزيع الأرباح إلى الشريك بحسب نسبة مشاركته في المشروع، هذا إن كانت هناك أرباح أم إن كانت هناك خسائر، فلا توجد توزيعات ولكنها تنقص من رأس المال.
8. دفع الأرباح إن وجدت إلى حملة الصكوك من الطرف الشركة ذات الغرض الخاص SPV.
9. 10. بيع وحدات المشاركة المعبر عنها بصكوك المشاركة إلى المنشئ المصدر وتسديد قيمتها نقداً، إذا كانت المشاركة منتهية بالتملك.
11. دفع قيمة الوحدات (الصكوك) إلى حملة الصكوك.
12. 13. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص SPV، بإنشاء إدارة تعمل على إدارة المشاركة، وتعتبر هذه الإدارة وكيلًا عن المنشئ.

ومن بين صيغ صكوك المشاركة نجد:

أ) صكوك الشركة:

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

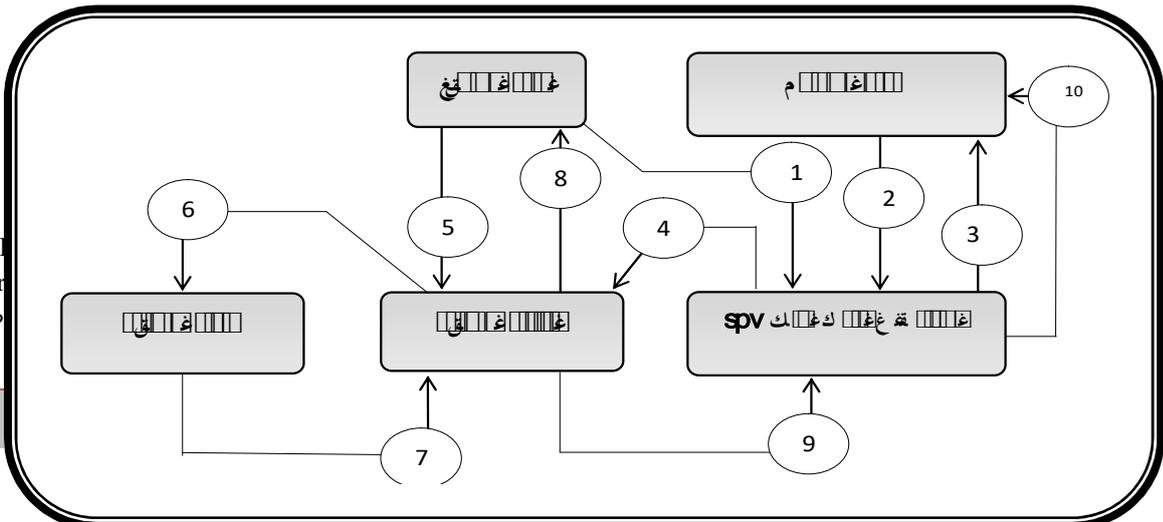
ب) صكوك الوكالة بالاستثمار:

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.

الفرع الثاني: صكوك المضاربة (أو سندات المقاربة):

سندات المقاربة أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسلحة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه. ويفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية (صكوك المضاربة)¹. هذه يمكن لصكوك المضاربة أن تكون مفيدة في تعزيز المشاركة العامة في الأنشطة الاستثمارية في أي اقتصاد. هذه الشهادات تمثل مشاريع أو أنشطة تدار بناء على مبدأ المضاربة من خلال تعيين أي من الشركاء أو أي شخص آخر كمضارب لإدارة الأعمال². والشكل التالي يوضح هيكل صكوك المضاربة أو آلية إصدار هذه الصكوك.

الشكل رقم (02-V): هيكل صكوك المضاربة



المصدر: محمد عدنان بن الضيف، المرجع السابق، ص: 286

من خلال الشكل أعلاه تتضح خطوات هيكلية صكوك المضاربة كما يلي:¹

1. إنشاء شركة ذات الغرض الخاص، التي تقوم بعملية إصدار صكوك المضاربة، إما من خلال تقسيم رأس مال مشروع موجود فعلاً، أو تقسيم رأس مال المشروع المرجو إنشاؤه، وبيعها لحملة الصكوك؛
2. يقوم المستثمرون بالاكْتتاب في صكوك المضاربة، ودفْع قيمة الاكْتتاب نقداً، إلى شركة ذات الغرض الخاص، التي تعتبر بمثابة الوكيل على أصحاب الصكوك؛
3. تسليم صكوك المضاربة مقابل قيمتها المدفوعة؛
4. تقوم شركة ذات الغرض الخاص، بإنشاء اتفاقية مضاربة مع منشى المضاربة المُصدِر، بحيث تكون شركة ذات الغرض الخاص، وكيل عن رب المال، وشركة المضاربة تقوم بالعمل؛
5. المُصدِر باعتباره المضارب، يوافق على المساهمة في عقد المضاربة وذلك بخبراته والإدارة النقدية، لأرباب المال؛
6. دفع المال لشركة المضاربة من أجل القيام بأعمال المضاربة؛
7. الأرباح الناتجة عن عقد المضاربة، تقسم بين أرباب المال شركة ذات الغرض الخاص، ومن ورائها حملة الصكوك، والعامل وهو المُصدِر، وذلك حسب النسب المتفق عليها؛
8. دفع نسبة الربح إلى المُصدِر حسب الاتفاق؛
9. تقديم حصة من الربح إلى شركة ذات الغرض الخاص حسب الاتفاق في تقسيم الأرباح؛
10. دفع توزيعات دورية إلى حملة الصكوك في كل مرة يربح فيها المشروع إلى غاية انتهاء عقد المضاربة، وبعدها تقيم الأصول المتبقية وتوزع على المكتتبين في الصكوك، حسب كل مكتب، حيث أنه يمكن للمُصدِر في هذه الحالة، الاحتفاظ بالأصول المتبقية أو إعادة بيعها في السوق، عن طريق الشركة ذات الغرض الخاص.

الفرع الثالث : صكوك الإجارة

وهي شهادات متساوية القيمة تصدر بغرض حشد الأموال لاستخدامها على أساس الشراكة، بحيث يصبح أصحابها مالكا للمشروع ذي الصلة أو الأصل وفقا لأسهمهم التي تشكل جزءا من محفظة أصولهم. يمكن إصدار الصكوك المشتراة كشهادات قابلة للاستبدال من قبل قطاع الشركات أو الأفراد أو من أجل إعادة تأهيلهم / توظيفهم، أو لشراء سيارات للاستخدام التجاري أو لإنشاء، مستشفيات، مصانع، مراكز تجارية، أوقاف ... إلخ². هذا، وقد حددت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أنواع صكوك الإجارة على النحو التالي:

¹ ? ? ? ? ? ? ? ? ? ? .287- 286.

² ZOLFAGHARI Pegah. Op.cit .P:07

1) صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاككتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

2) صكوك ملكية المنافع، وهي أنواع:

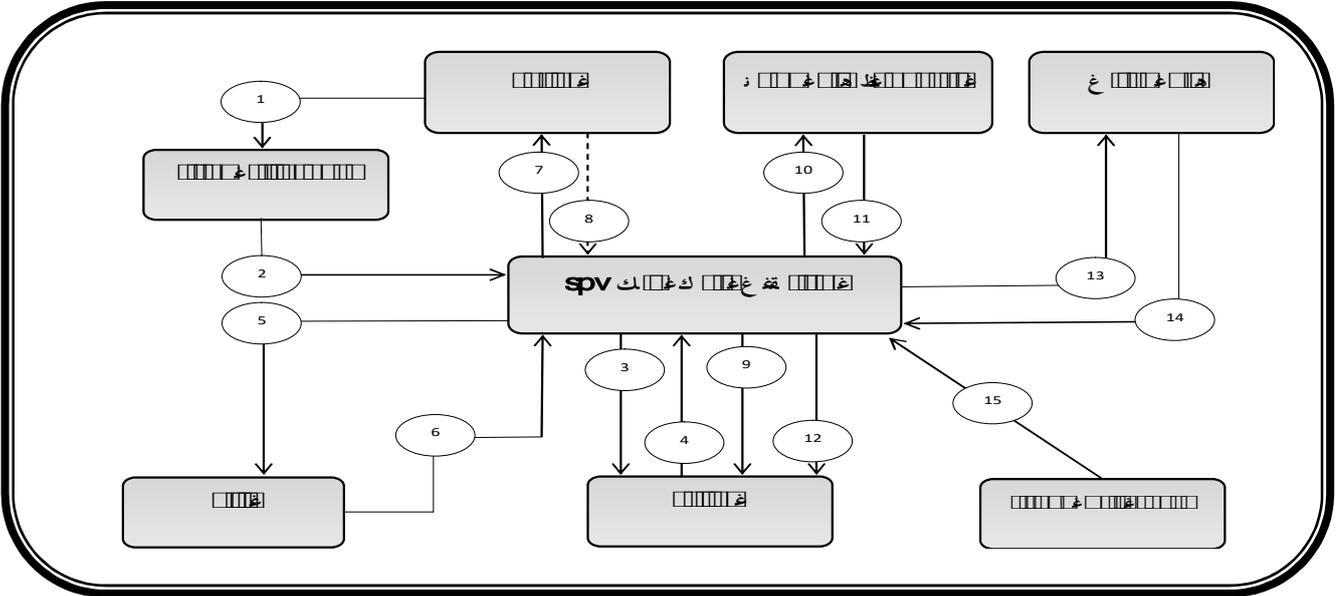
▪ صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة : وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر)، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إجارتها أو بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاككتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

▪ صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاككتاب فيها. وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

3) صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاككتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

4) صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاككتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

الشكل رقم (V-03): هيكله صكوك الإجارة



المصدر: محمد عدنان بن الضيف، المرجع السابق، ص: 307.

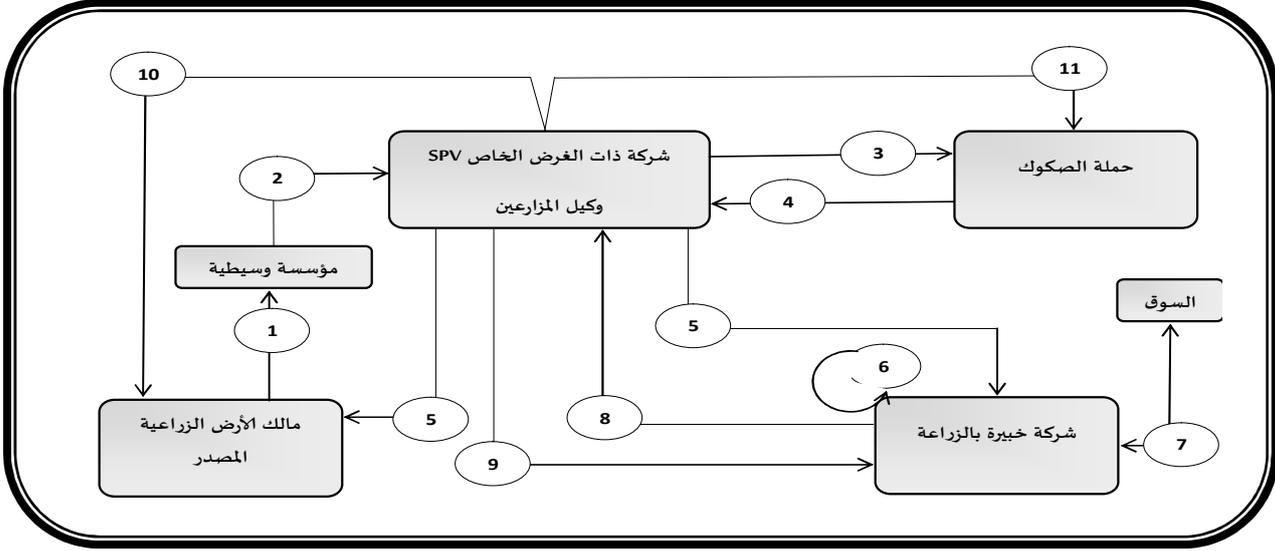
من خلال الشكل أعلاه تتضح خطوات هيكله صكوك الإجارة كما يلي:¹

1. يتقدم المستأجر إلى المؤسسة المالية الإسلامية من أجل التمويل عن طريق الإجارة.
2. إنشاء الشركة ذات الغرض الخاص SPV، من طرف المؤسسة المالية الإسلامية التي تقوم بعملية إصدار صكوك الإجارة، وذلك من خلال تقسيم رأس مال المشروع وبيعها للمستثمرين.

¹ ??? ? ? ? : 308-307

ز) في حالة كانت الأرض مملوكة لحملة الصكوك، فإنه يمكن تجديد عقد المزارعة لأكثر من دورة إنتاج، وإذا كانت مستأجرة فإن هذه الصكوك تنتهي بانتهاء عقد الإيجار.

الشكل رقم (07-V): هيكله صكوك المزارعة أو صكوك المغارسة حسب الصورة الأولى



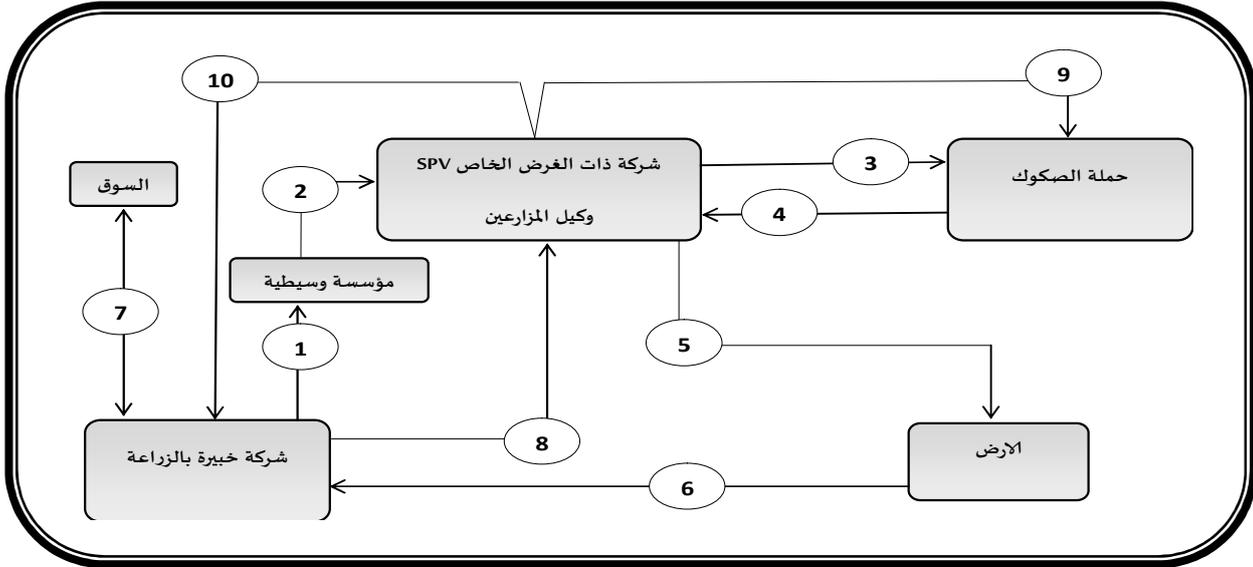
المصدر: محمد عدنان بن الضيف، المرجع السابق، ص: 290 .

من خلال الشكل أعلاه تتجسد خطوات هيكله صكوك المزارعة أو صكوك المغارسة حسب الصورة الأولى، والمتمثلة

فيما يلي:

1. تقدم مالك الأرض التي يطلب زرعها الى المؤسسة المالية الوسيطة الإسلامية.
 2. تقوم المؤسسة المالية الوسيطة الإسلامية بإنشاء شركة ذات غرض خاص لهذا الغرض.
 3. طرح صكوك المزارعة بقيمة الأدوات والبذور وأجرة العامل لأنه أجير.
 4. استيفاء قيمة الصكوك.
 5. تقديم الأرض وأدواتها وبذورها الى الشركة الخبيرة بالأعمال الزراعية.
 6. قيام الشركة باستصلاح الأرض وزراعتها حسب الاتفاق.
 7. إذا كان هناك منتج تقوم الشركة الخبيرة بتسويقه وبيعه نيابة عن SPV.
 8. دفع قيمة المحصول الى SPV.
 9. تقديم أتعاب الشركة الخبيرة حسب الاتفاق.
 10. 11. دفع حصص كل من مالك الأرض، وحملة الصكوك، والشركة الخبيرة حسب ما تم الاتفاق عليه
- بينما يوضح الشكل التالي هيكله كل من صكوك المزارعة والمغارسة حسب الصورة الثانية:

الشكل رقم (08-V): هيكله صكوك المزارعة أو صكوك المغارسة حسب الصورة الثانية



المصدر: محمد عدنان بن الضيف، المرجع السابق، ص:292 .

من خلال الشكل أعلاه تتجسد خطوات هيكله صكوك المزارعة أو صكوك المزارعة حسب الصورة الثانية،

والمتمثلة فيما يلي:

1. تتقدم الشركة الخبيرة بالأعمال الزراعية الى المؤسسة المالية الوسيطة الإسلامية من أجل تمويل العملية الزراعية.
2. إنشاء شركة ذات الغرض الخاص SPV من طرف مؤسسة وسيطة إسلامية.
3. تتولى SVP خاص طرح صكوك المزارعة تمثل في إجماليها قيمة الأرض وأدواتها وتكون وكيلة على حملة الصكوك.
4. استيفاء قيمة الصكوك.
5. تستأجر SPV الأرض في غالب الأحيان أو تشتريها من طرف الدولة بسعر منخفض كما تشتري به الأدوات.
6. تدفع الأرض من طرف SPV الى الشركة الخبيرة بالأعمال الزراعية للعمل عليها وفق نشرة الإصدار.
7. جمع المحصول إذا كان هناك منتج وتقوم الشركة الخبيرة بتسويقه وبيعه نيابة عن SPV.
8. دفع قيمة المحصول الى SPV.
9. دفع حصة كل حملة الصكوك والشركة الخبيرة حسب ما تم الاتفاق عليه.

الفرع التاسع: صكوك المساقاة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد.¹

وبالنسبة لهيكلة صكوك المساقاة فهي تتم بصورتين:²

الصورة الأولى: أن يكون المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، التي فيها الشجر، والمكتتبون فيها يمثلون العامل أو الساقى وما يمثلهم في ذلك، الشركة ذات الغرض الخاص في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر، وذلك عبر الخطوات التالية:

1. يتقدم مالك الأرض التي فيها الأشجار ويحتاج إلى العناية بها، بالسقي والسماد والعمالة والآلات ونحوها إلى

¹ ؟ ?? ? ?? ? ?? ? ?? ? ?? ? ? ?? ? ? ?? ? : 17 ?? ? ?? ? ? ? ? ? ? ?

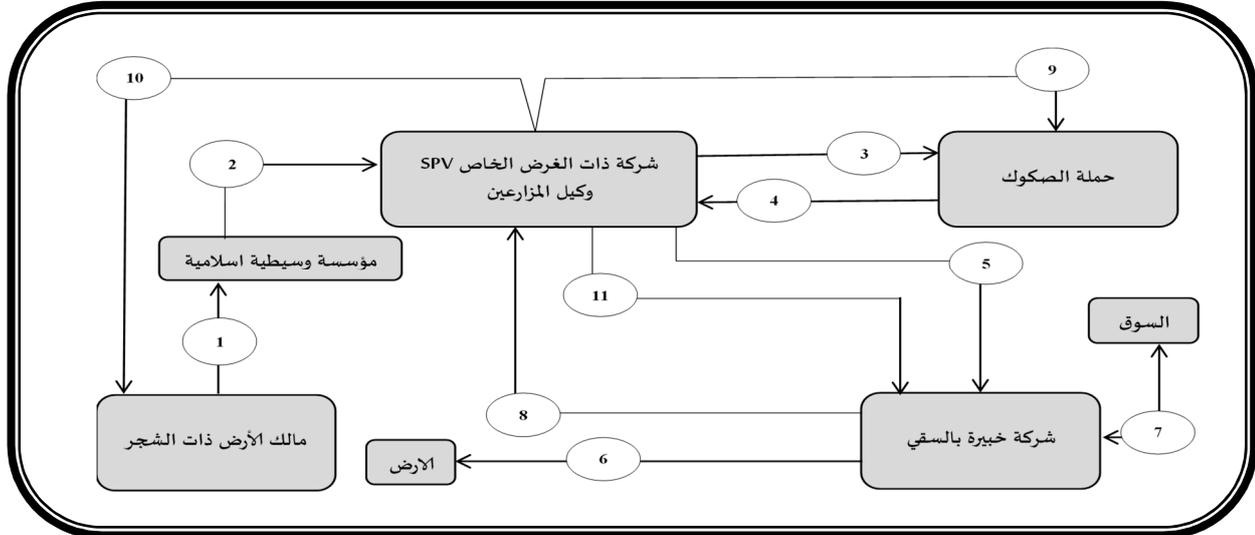
² ?? ?? ? ?? ? ? ? ? ? ? ? ? : 293 - 295.

الوسيط المالي الإسلامي.

2. يقوم الوسيط بإنشاء شركة ذات غرض خاص، وتسمى وكيل الإصدار، وتكون وكيله عن مالك الأرض وتتولى إصدار صكوك المساقاة؛
 3. بعد جمع حصيلة الاكتتاب، يقوم مدير الإصدار بصفته نائبا عن حملة الصكوك، بتعين شركة خبيرة، تتولى عملية السقي والرعاية، نيابة عن حملة الصكوك مقابل أجر معلوم.
 4. تتضمن نشرة الإصدار تحديد نسبة المكتتبين من الثمرة.
 5. تتولى الشركة الزراعية الخبيرة، العمل على الأرض برعايتها، ثم جمع الثمرة وبيعها وإعطاء قيمتها، إلى الشركة ذات الغرض الخاص، التي تعطي مالك الأرض نصيبه من بيع الثمرة، كما تتولى تقسيم نصيب حملة الصكوك
- الصورة الثانية:** أن يكون المصدر هو الساقى (صاحب العمل)، بينما المكتتبون هم أصحاب الأرض ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار، وهذه الطريقة عكس الطريقة الأولى، وتتم عبر الخطوات التالية:

1. تتقدم شركة زراعية ذات خبرة إلى المؤسسة المالية الإسلامية، ولتكن بنكا إسلاميا بطلب الاستثمار عبر عقد المساقاة.
2. تنشأ المؤسسة الوسيطة شركة ذات غرض خاص، تمثل وكيل ومدير الإصدار، تقوم بإصدار صكوك المساقاة؛
3. بعد جمع حصيلة الاكتتاب، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص، نيابة عن حملة الصكوك باستئجار أو شراء أرض ذات شجر مثمر.
4. يمتلك بذلك حملة الصكوك من عين أو منافع تلك الأرض.
5. يتولى مدير الإصدار نيابة عن حملة الصكوك (أصحاب الأرض المشجرة عينا أو منفعة)، بتوقيع عقد مساقاة مع الشركة الخبيرة (الساقى)، التي تقوم على تعهد الأرض وسقيها بكل ما يحتاج إليه الشجر، إلى غاية قطف الثمرة وتسويقها.
6. يتفق على حصة كل من حملة الصكوك والساقى في عقد المساقاة، ويشار إليه في نشرة الإصدار؛
7. في حالة كانت الأرض مملوكة لحملة الصكوك أو مستأجرة إجارة طويلة فإنه يمكن تجديد عقد المساقاة أكثر من مرة.

الشكل رقم (09-V): هيكل صكوك المساقاة حسب الصورة الأولى

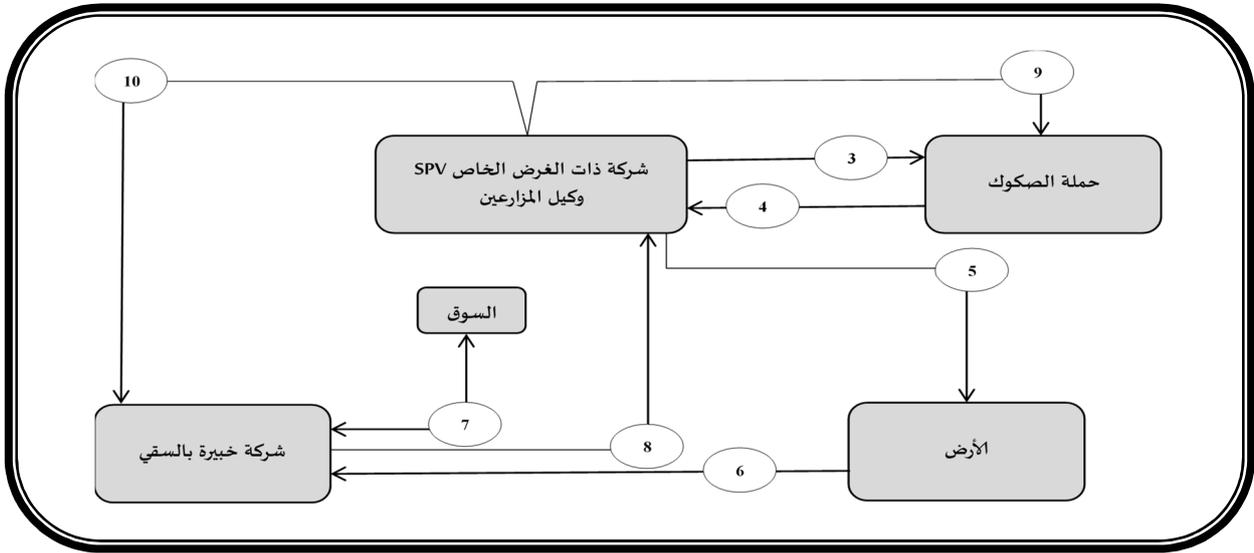


المصدر: محمد عدنان بن الضيف، المرجع السابق، ص: 294

من خلال الشكل أعلاه تتجسد خطوات هيكل صكوك المساقاة حسب الصورة الأولى، والمتمثلة فيما يلي:

1. تقدم مالك الأرض التي يطلب سقيها الى المؤسسة المالية الوسيطة الإسلامية.
2. تقوم المؤسسة المالية الوسيطة الإسلامية بإنشاء شركة ذات غرض خاص.
3. طرح صكوك المساقاة بقيمة الأدوات وأجرة العامل لأنه أجبر.
4. استيفاء قيمة الصكوك.
5. تقديم الأرض وأدواتها الى الشركة الخبيرة بأعمال السقي.
6. قيام الشركة برعاية الشجر وسقيه حسب الاتفاق.
7. إذا كان هناك منتج تقوم الشركة الخبيرة بتسويقه وبيعه نيابة عن SPV.
8. دفع قيمة المحصول الى SPV.
9. 10. دفع حصص كل من مالك الأرض وحملة الصكوك.
11. تأخذ الشركة الخبيرة أجرها حسب ما تم الاتفاق عليه.

الشكل رقم (10-V): هيكله صكوك المساقاة حسب الصورة الثانية



المصدر: محمد عدنان بن الضيف، المرجع السابق، ص:295.

من خلال الشكل أعلاه تتجسد خطوات هيكله صكوك المساقاة حسب الصورة الثانية، والمتمثلة فيما يلي:

1. تتقدم الشركة الخبيرة بالأعمال الزراعية والسقي الى المؤسسة المالية الوسيطة الإسلامية من اجل تمويل العملية المساقاة.
2. تقوم المؤسسة المالية الوسيطة الإسلامية بإنشاء شركة ذات غرض خاص.
3. طرح صكوك المساقاة بقيمة الأدوات وأجرة العامل لأنه أجبر.
4. استيفاء قيمة الصكوك.
5. تستأجر SPV الأرض في غالب الأحيان أو تشتريها من طرف الدولة بسعر منخفض كما تشتري به الأدوات.
6. تدفع الأرض من طرف SPV الى الشركة الخبيرة بأعمال السقي، للعمل عليها وفق نشرة الإصدار.
7. إذا كان هناك منتج تقوم الشركة الخبيرة بتسويقه وبيعه نيابة عن SPV.
8. دفع قيمة المحصول الى SPV.
9. 10. دفع حصص كل من الشركة الخبيرة بالسقي وحملة الصكوك.

وقد تم التطرق في هذه المطبوعة إلى خمسة فصول:

➤ الفصل الأول: والذي شمل عرض مفاهيم نظرية عامة حول الأسواق المالية من حيث إظهار ماهيتها، مفهومها، تقسيماتها، وكذا شروط إنشاء سوق الأوراق المالية، خصائصه، وظائفه، إضافة إلى المتدخلون في سوق الأوراق المالية، وكذا الأدوات المتداولة وآليات التعامل والتنظيم في هذه السوق؛

➤ الفصل الثاني: والذي شمل عرض الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية من أسهم بأنواعها وسندات بأنواعها ... إلخ؛

➤ الفصل الثالث: والذي شمل عرض عقود المعاملات المالية من عقود خيارات ومشتقات مالية؛

➤ الفصل الرابع: والذي تطرق إلى عمليات البورصة من أوامر بيع وشراء وسمسة؛

➤ الفصل الخامس والأخير: والذي تمحور حول طبيعة الأسواق المالية الإسلامية ومدى الحاجة إليها، وذلك بتوضيح مفهوم السوق المالية الإسلامية ومبادئها ومقوماتها وتوضيح الأسباب التي دعت إلى إنشائها مع بيان شروط عمل هذه الأسواق وأهم ضوابطها الشرعية. كما سلط البحث الضوء على أهم التحديات التي تواجه إقامة سوق مالية إسلامية منضبطة بضوابط الشرع، حيث أكد على أن السوق المالية الإسلامية باتت حاجة ملحة للأمة الإسلامية لإسهامها في تنمية اقتصاد الدول الإسلامية وذلك على الرغم من وجود تحديات تواجهها ومعوقات تحول دون نجاحها، ومع هذا فإن فرص نجاح مثل تلك السوق المالية الإسلامية كبيرة، خاصة إذا طبقت أحكام وقواعد الشريعة الإسلامية على معاملاتها وأدواتها المالية.

من أهم نتائج هذه المطبوعة:

- ✓ تصنف الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية إلى سندات، أسهم وأوراق مالية هجينة. فالسندات تعتبر أداة دين يقرض المستثمر بموجبها شركة أو حكومة مبلغا من المال مقابل فائدة دورية، وهي عرضة لجملة من المخاطر تشكل أهم العوامل المؤثرة على قيمتها ومن ثم على قرار الاستثمار فيها؛
- ✓ الأسهم فهي عبارة عن صكوك يحصل حاملها بموجبها على حصة معينة في شركة من الشركات، والأوراق المالية الهجينة هي عبارة عن أوراق مالية تحمل صفة السندات والأسهم معا؛
- ✓ تشكل سوق الأوراق المالية المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بأصنافها، وتعتبر هذه السوق قسما من أقسام سوق رأس المال التي تندرج ضمن السوق المالية؛
- ✓ سوق الأوراق المالية لها وظائف عدة منها ما يتعلق بتمويل الاقتصاد والمؤسسات وخلق السيولة ومنها ما يتعلق أيضا بتحديد السعر المناسب وتسيير المخاطر فضلا عن تقييم حالة الاقتصاد.
- ✓ إن إنشاء سوق مالية إسلامية تتصف بالمصادقية الشرعية متوقف على تحقق مجموعة من الشروط الأساسية والضوابط بما يحقق لها الكفاءة، والربحية الاقتصادية.
- ✓ تساعد السوق المالية الإسلامية على حماية الأموال والثروات الإسلامية واستثمارها وتنميتها والمحافظة على استقرار النظام المالي والاقتصادي للأمة الإسلامية، مما يحقق التنمية الاقتصادية ويحرر الدول الإسلامية من التبعية الاقتصادية لدول الغرب.

أولا- باللغة العربية:

الكتب:

1. زياد رمضان، مروان الشموط ، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، القاهرة، 2007.
2. حسان كريم حمزة ، غسان رشاد عبد الحميد، سوق العراق للأوراق المالية نشأته - تحليل وتقييم مؤشر له، مجلة مركز دراسات الكوفة، المجلد الأول، العدد 24، العراق 2012، ص: 259.
3. مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية ، إثراء للنشر والتوزيع، 2010.
4. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الأردن، 2010.
5. مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية –البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية ، 2003،.
6. خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية و الأسواق المالية " المفهوم القانوني للسوق المالية وعلاقتها بالنظام المصرفي " ، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.
7. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2005.
8. هويشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، الأردن 2003.
9. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتاب، القاهرة، 2003.
10. محمد عوض الجواد، ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة أسهم سندات أوراق مالية ، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن ، 2006.
11. محمد محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل ، الطبعة الثالثة ، 2004، ص:206.
12. عبد الله الطاهر ، موفق علي الخليل ، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مركز يزيد الكرد للنشر، الطبعة الثانية ، الأردن، 2006.
13. ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أساسيات الاستثمار العيني والمالي ، دار وائل، الأردن ، 1999
14. ضياء مجيد الموسوي، البورصات : أسواق المال وأدواتها- الأسهم والسندات -، مؤسسة شباب الجامعة ، مصر ، 2008،
15. جمال جويدان الحمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء ، الأردن، 2002
16. حسن بن هاني، الأسواق المالية «طبيعتها-تنظيمها-أدواته المشتقة»، دار الكندي، الطبعة الأولى، 2004.
17. رسمية قرياقص، أسواق المال «أسواق رأس المال - المؤسسة»، الدار الجامعية ،الإسكندرية، 1999
18. جلال ابراهيم العبد ، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003
19. فيصل محمود الشواورة، الاستثمارات في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية والعلمية، دار وائل ، الأردن، 2008.
20. أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2007.
21. أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2008، ص: 19.

الرسائل والأطروحات:

1. عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور الأسواق المالية و أثرها على النمو الاقتصادي «دراسة سوق عمان للأوراق المالية من (2002-2013)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق مالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص: 03.
2. زيد ثابت جميل الحسن، شركات استثمار الأموال (البورصات العالمية) وتحليل الأسباب والآثار المترتبة على انهيارها في الأردن، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، 2009، ص: 16.
3. عبد الرحمن مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سوريا، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، الجمهورية العربية السورية، 1997
4. محمد عدنان بن الضيف، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في النقود والتمويل، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، السنة الجامعية 2007-2008.
5. المهدي ناصر، مكانة وآفاق الأسواق المالية العربية من الأسواق المالية الدولية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، السنة الجامعية: 2011-2012
6. حسين عبد المطلب حسن محمد الاسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، ماجستير في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مارس 2002،
7. شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية)، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، فرع العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2013/2014
8. محمد عدنان بن الضيف، الدور التنموي لتكامل المؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، فرع العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015/2016

المقالات والمؤتمرات:

1. حدة رايس، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 09، مارس 2006، ص: 82.
2. حازم بدر الخطيب، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، الجزائر، العدد 11، ماي 2007، ص: 06.
3. كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، السعودية، 2005.

4. باسل الشاعر، الأسواق المالية الإسلامية التوصيف الخصائص والحاجة، المؤتمر الدولي الرابع للمالية والمصرفية الإسلامية حول: (الأسواق المالية من منظور المالية الإسلامية والمعايير الدولية)، الجامعة الأردنية، كلية الشريعة – قسم المصارف الإسلامية، 2017/8/17-16.
5. محمد عدنان بن الضيف – عبير مزغيش، الركائز الشرعية لقيام سوق أوراق مالية إسلامية، مجلة الاجتهاد القضائي، مخبر أثر الاجتهاد القضائي على حركة التشريع، العدد 11، جامعة بسكرة، الجزائر، مارس 2016.
6. فريد مشري – صبرينة عتروس، السوق المالية الإسلامية – المفهوم والأدوات-، تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)، مجلة الاجتهاد القضائي، مخبر أثر الاجتهاد القضائي على حركة التشريع، العدد 11، جامعة بسكرة، الجزائر

ثانيا: باللغة الأجنبية:

1. ZOLFAGHARI Pegah. **An Introduction to Islamic Securities (Sukuk)**. Uppsala Faculty of Law, Uppsala University, Sweden.2017
2. HAIDER, Junaid; AZHAR Muhammad. **Islamic Capital Market: Sukuk and its Risk Management in the Current Scenario**. Umea School of Business & Economics, Umea University, Sweden. .2011